

استخدام الهندسة المالية للتحوط من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة

استخدام الهندسة المالية للتحوط من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة

في سوق الصرف الأجنبي

أ. سلماني عادل أ. د. غزيل محمد مولود

مخبر التنمية الإدارية للارتقاء بالمؤسسات الاقتصادية لولاية غرداية

جامعة غرداية

الملخص:

يتدخل البنك المركزي للمحافظة على بقاء سعر صرف العملة المحلية مقابل الدولار أو العملات الأجنبية وفق آلية السوق وقوى العرض والطلب وليس وفق نشرات رسمية يحددها وفق نظامه المتبع.

والمشكلة هنا تكمن عندما لا يملك البنك المركزي سوق مالي فيه أدوات وعمولات مختلفة منها الدولار للكفاية والتأثير على سعر صرف عملته المحلية، لذلك وجب وجود آليات تتمثل في كيفية استخدام الهندسة المالية داخل السوق المالي لمواجهة مخاطر تقلبات أسعار الفائدة للعمولات داخل سوق الصرف الأجنبي.

لذلك يمكن طرح الإشكال التالي: كيف نستخدم أدوات الهندسة المالية (العقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود المبادلات) داخل سوق الأوراق المالية للتحوط من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة في سوق الصرف الأجنبي؟

Résumé

Les taux de change (et les taux d'intérêts, qui leur sont étroitement liés) agissent bien entendu sur les prix à l'importation et à l'exportation. Ils ont une influence sur le sens des flux de capitaux entre zones économiques.

De ce fait, les pays et zones économiques peuvent être tentés d'agir sur les taux de change, sous prétexte souvent d'éviter la spéculation (en fait ces manipulations ont plutôt tendance à l'encourager), et dans le but d'améliorer (baisse du taux de change):

- la compétitivité prix de leurs biens et services؛

- leur attractivité en matière de flux d'ide.

Cette baisse du taux de change aura également des effets négatifs (renchérissement des importations, etc...) la question / comment pouvez vous éviter le risque de taux de change!

الكلمات المفتاحية: الهندسة المالية، عقود المستقبلية، عقود الآجلة، المبادلات، سعر الصرف الأجنبي

Ingénierie financière- les contrats a terme- Echangeurs- taux de change.

مقدمة:

أوقف الرئيس الأمريكي "نيكسون" 1971م التزام أمريكا بتحويل احتياطات الدولار إلى ذهب (وهو ركن من أركان نظام بريتون وودز) وترك تحديد سعر الصرف إلى العرض والطلب ولكن مع تدخل الدولة عن طريق البنك المركزي ومن خلال آلية العرض والطلب وتفاعل قوى البيع والشراء للتأثير على سعر الصرف.

ويعني قانون العرض أنه عندما يزيد عرض عملة ما (بيعها بشكل كبير) فإنه ينخفض سعرها ويعني قانون الطلب أنه عندما يزيد الطلب على عملة ما (شراءها بشكل كبير) فإنه سيرتفع، جاءت تسمية التعويم من العوم على الماء، فلو ترك أي شيء عائما فوق البحر فهو يكون عرضة لتحركات موجات المد والجزر وهي هنا العرض والطلب، فلو كان المد أقوى من الجزر تجد الجسم وصل إلى الشاطئ، في حين لو كان الجزر أقوى من المد تجد الجسم غاص في عرض البحر.

استخدام الهندسة المالية للتحوط من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة

وتقوم الدول عادة عن طريق بنوكها المركزية بتحديد سعر صرف الدولار بشكل يومي وذلك وفق سياستها المتبعة ، وعندما ترغب الدولة بتعويم عملتها مقابل الدولار فإن ذلك يعني أنه لن نرى نشرات أسعار صرف تصدر من البنك المركزي تحدد لنا سعر الدينار الجزائري أو الدرهم المغربي مقابل الدولار ، إنما قوى العرض والطلب على الدينار والدولار سوف تحددان سعر صرفها ، إذا كان الطلب على الدولار مقابل الدينار أكبر من العرض (أي الناس ترغب بشراء الدولار أكثر من بيعه) وهذا يعني ارتفاع الدولار وانخفاض سعر الدينار (وفق قانون الطلب) وفي هذه الحالة تتأثر قدرة البلد على الاستيراد لأنه يتم بالدولار وأصبحت تكلفة الاستيراد أعلى لأن الدولار ارتفع مقابل الدينار ، وبنفس الوقت تصبح قدرة البلد على التصدير أعلى لأن صادراتها أصبحت أرخص من قبل نتيجة انخفاض سعر عملتها والعكس بالعكس، فلو انخفض الطلب على الدولار فإنه سوف يزداد العرض منه أي الناس ترغب ببيعه أكثر من شرائه بالتالي ينخفض سعر الدولار وترتفع سعر الدينار وتتأثر الصادرات وتصبح قدرتها أعلى على الاستيراد لأننا أصبحنا نملك دولارات أكثر من قبل نتيجة انخفاض سعر الدولار مقابل عملتنا التي ارتفعت ، ولا توجد دولة في العالم تترك عملتها المحلية معومة بالكامل ، نظرا لخطورة النتائج التي تترتب على تغيير قيمة الدولار ، ولذلك فإن معظم عمليات التعويم التي تتم تكون على نحو يتم إدارته من قبل البنك المركزي ، ويطلق على هذه الصورة من التعويم "التعويم المدار أو الموجه" ، وفي ظل التعويم المدار يضع البنك المركزي ما يمكن أن نطلق عليه السعر المركزي للدولار (مثلا 55 دينار للدولار) ثم يقوم بتحديد حد أقصى لمعدل الصرف للدولار سقف مثلا 62 دينار للدولار، وحد أدنى لمعدل صرف الدولار أرضية 48 دينار للدولار ، على أن يترك الدولار معوما بين هذين الحدين الأقصى والأدنى للتقلب ، حتى إذا ما اقترب سعر الصرف السوقي للدولار من الحد الأقصى أو تجاوزه فإن البنك المركزي يبدأ في التدخل في سوق النقد الأجنبي ، إما من خلال بيع الدولار لزيادة الكمية المعروضة منه ، ومن ثم دفع سعر صرفه نحو الانخفاض ، أو من خلال رفع معدل الفائدة على الدينار ، فيزيد الطلب عليه من قبل الأجانب (لأغراض الإيداع) ويزيد بالتالي عرض الدولار ، وكلا السياستين تؤديان إلى عودة معدل صرف الدولار إلى نطاق التعويم ، كما يقل الطلب من طرف المقيمين على الدولار لأغراض الإيداع فيبدأ سعر صرفه في الانخفاض والعكس في حالة إقتراب معدل صرف الدولار من الحد الأدنى لسعر الصرف أو تجاوزه ، حيث يقوم البنك المركزي بشراء الدولار حتى يزداد الطلب عليه ويرتفع سعر صرفه ، أو يقوم بتخفيض معدل الفائدة على الدينار ليقول الطلب عليه ويرتفع بالتالي سعر صرف الدولار ، إذن في حالة التعويم المدار يتدخل البنك المركزي للمحافظة على بقاء سعر صرف العملة المحلية مقابل الدولار وفق آلية السوق وقوى العرض والطلب وليس وفق نشرات رسمية يحددها وفق نظامه المتبع .

والمشكلة هنا تكمن عندما لا يملك البنك المركزي سوق مالي فيه أدوات وعمولات مختلفة منها الدولار للكفاية والتأثير على سعر صرف عملته المحلية ، لذلك وجب وجود آليات تتمثل في كيفية استخدام الهندسة المالية داخل السوق المالي لمواجهة مخاطر تقلبات أسعار الفائدة للعمولات داخل سوق الصرف الأجنبي؟

لذلك يمكن طرح الإشكال التالي : كيف نستخدم أدوات الهندسة المالية (العقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود المبادلات) داخل سوق الأوراق المالية للتحوط من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة في سوق الصرف الأجنبي ؟

المبحث الأول: ماهية سوق الصرف الأجنبي¹

سوق الصرف الأجنبية هي الإطار التنظيمي الذي فيه يقوم الأفراد والشركات والبنوك بشراء وبيع العملات الأجنبية أو الصرف الأجنبي ، وتتكون سوق الصرف الأجنبية لأي عملة : الدولار مثلا ، من جميع المواقع ، مثل لندن وزيورخ ، وباريس ، وكذلك نيويورك حيث تباع وتشترى مقابل عملات أجنبية أخرى ، وتكمن الوظيفة الأساسية لسوق الصرف الأجنبية في

استخدام الهندسة المالية للتحوط من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة

تحويل الأرصدة أو القوة الشرائية من قطر وعملة إلى أخرى، وثمة وظائف أخرى تتجلى في تقديم ائتمان قصير الأجل لتمويل التجارة وتسهيلات لتجنب مخاطر الصرف الأجنبي أو التغطية للتأمين ضد الخسارة

أولا - سعر الصرف الأجنبي

سعر الصرف الأجنبي هو سعر وحدة العملة الأجنبية بدلالة العملة المحلية، وسعر الصرف هذا يبقى ثابتا في كل أجزاء السوق باتفاق تحكيمي، ويشير تحكيم الصرف الأجنبي إلى عملية شراء عملة أجنبية حيث يكون سعرها منخفضا ويبيعها حيث يكون سعرها مرتفعا، وعندما يرتفع سعر الصرف الأجنبي، فإن العملية المحلية تنخفض أو تهبط قيمتها بالنسبة للعملة الأجنبية، وعندما ينخفض سعر الصرف فإن العملة المحلية ترتفع أو تزيد من حيث القيمة.

مثال: يشير سعر الصرف بين الدولار (عملة محلية) والجنيه إلى عدد الدولارات اللازمة لشراء جنيه واحد، فإذا كان هذا السعر هو 2.29 دولار في لندن، و 2.31 في نيويورك فإن المحكمين سوف يشترون الجنيهات في لندن ويبيعونها في نيويورك محققين ربحا قدره 0.2 دولار على كل جنيه، ومع حدوث هذا فإن سعر الجنيه بدلالة الدولارات يرتفع في لندن وينخفض في نيويورك حتى يتعادلان.

ثانيا: سعر الصرف الأجنبي التوازي

بصفة عامة يتحدد سعر الصرف الأجنبي بتقاطع منحني الطلب في السوق على العملة الأجنبية منع منحني العرض السوقي لها، ويرتفع الطلب على الصرف الأجنبي أساسا خلال استيراد السلع والخدمات من الخارج وتقديم الاستثمارات والقروض الأجنبية، ويرتفع عرض الصرف الأجنبي خلال تصدير السلع والخدمات والحصول على القروض والاستثمارات الأجنبية.

ثالثا: التغطية

حيث أن أسعار الصرف الأجنبي عادة تتقلب عبر الزمن، فإن أي شخص عليه القيام بدفع أو تسليم مبالغ بعملة أجنبية في تاريخ لاحق يتعرض لمخاطرة أنه سوف يتعين عليه أن يدفع أكثر أو يستلم أقل مما يتوقع بدلالة العملة المحلية، ويمكن تجنب أو تغطية هذه المخاطر في الصرف الأجنبي من خلال عملية التغطية، وهذه عادة تتضمن اتفاقا على شراء أو بيع كمية معينة من الصرف الأجنبي في تاريخ لاحق في سعر يتفق عليه اليوم (عادة ثلاثة شهور من تاريخه) (سعر الصرف المقدم) وهذا ما سنقوم بدراسته في المبحث الثاني من هذه الدراسة.

رابعا: التحكيم المغطى بفائدة

يشير تحكيم الفائدة إلى تحويل الأرصدة من مركز نقدي وعملة نقدية إلى مركز آخر وعملة أخرى للاستفادة من الأسعار الأعلى للعوائد (الفائدة)، وعادة تغطي مخاطرة الصرف الأجنبي الناتجة ببيع مقدم للعملة الأجنبية لتتطابق مع سداد الاستثمار الأجنبي، وهناك حافز للتحكيم المغطى بفائدة طالما كان فرق الفائدة الموجب لمصلحة مركز النقد الأجنبي يزيد على الخصم المقدم على العملة الأجنبية.

مثال: إذا كان عائد أذون خزانة لثلاثة أشهر هو 8% (على أساس سنوي) في لندن، و 4% في نيويورك فإن مقيما في الولايات المتحدة يمكن أن يبادل دولاراته مقابل جنيهاات عند سعر اللحظة الجاري ويستثمرها في لندن حيث يكسب 4% أكثر للسنة أو 1% أكثر للربع سنة، ومع ذلك ففي ثلاثة شهور يرغب المقيم الأمريكي في إعادة تحويل الجنيهاات إلى دولارات وجمع الفائدة الإضافية التي اكتسبها.

استخدام الهندسة المالية للتحوط من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة

خامسا : المضاربة

المضاربة هي عكس التغطية، فبينما المغطى يسعى إلى تجنب أو تغطية مخاطرة الصرف الأجنبي خوفا من الخسارة، فإن المضارب يقبل أو حتى يسعى إلى مخاطرة الصرف الأجنبي أو إلى وضع غير مغطى بأمل تحقيق الربح، وإذا كان تنبؤ المضارب عن السوق صحيحا فإنه يحقق ربحا، وإلا تعرض للخسارة، وتحدث المضاربة عادة في سوق الصرف المقدم.

سادسا : نظام سعر الصرف المرنة (الحر) مقابل الثابتة

في ظل سعر الصرف المرن يتحدد سعر الصرف الفعلي في أية لحظة زمنية فقط بقوى العرض والطلب، ومع ذلك هناك نظم أخرى يبقى فيها سعر الصرف ثابتا نسبيا وأشهر هذه النظم هو معيار الذهب.

في ظل معيار الذهب، تحدد السلطات النقدية لكل قطر سعر الذهب بدلالة عملة القطر ثم تقف مستعدة لشراء، أو بيع أي من الذهب عند ذلك السعر، وبذلك تتقرر علاقة ثابتة بين أي عملتين، ويمكننا أيضا أن نحصل على نظام ثابت أو مثبت نسبيا لسعر الصرف بدون أي صلة بالذهب.²

المبحث الثاني : استخدام العقود الآجلة والمستقبلية والمبادلات للتحوط ضد المخاطر

تعتبر العقود الآجلة و المستقبلية أحد أشكال المشتقات المالية ضمن ما يعرف باسم الهندسة المالية، وتتناولها بالتفصيل من خلال التالي:³

أولا. العقود المستقبلية:

يمثل العقد المستقبلي اتفاقا ملزما بين طرفين هما البائع والمشتري يتعهد فيه المشتري باستلام موضوع (محل) التعاقد لقاء سعر محدد وفي نهاية الفترة المتفق عليها، وبالمثل يتعهد فيه البائع بتسليم موضوع (محل) التعاقد عند السعر المحدد وفي نهاية تلك الفترة أيضا.

01. عناصر العقد المستقبلي:

هناك عناصر أساسية في العقد المستقبلي هي :

- السعر: يسمى السعر الذي يتفق عليه الطرفان بسعر العقد المستقبلي .
- تاريخ التسوية (التسليم): وهو ذلك اليوم المحدد الذي يتفق الطرفان على تنفيذ الصفقة بحلوله.
- محل التعاقد: ويمثل الأصل الذي سيسلمه البائع للمشتري لقاء حصوله على قيمته النقدية المحددة في سعر العقد المستقبلي وهذا المحل يمكن أن يكون مقدارا معيناً من سلعة ما أو قيمة مرتبطة بأحد مؤشرات الأسهم أو قيمة مرتبطة بأداء أسعار الفائدة أو أسعار فائدة العملات الأجنبية أو غير ذلك.

ومع ذلك فإنه من النادر أن يتم اللجوء إلى التسليم الفعلي محل التعاقد إذ يكتفي الطرفان بالتسوية النقدية . بحيث يصفي كل طرف ذمته نقداً وحسب ولذلك تسمى مثل هذه العقود عقود التسوية النقدية لمركز كل منها في العقد ويحقق مشتري العقد المستقبلي أرباحه عندما يرتفع سعر محل التعاقد.

مثال:⁴

يجري تداول أحد العقود المستقبلية في سوق الأوراق المالية، وكان محل التعاقد عليه ممثلا في الأصل عملة أجنبية XYZ (القابل للتداول بيعاً أو شراءً)، وذلك في يوم تسوية (تسليم) موعده ثلاثة أشهر من الآن و يقوم الطرف الأول بشراء هذا العقد من طرف ثاني ويتفق الاثنان على سعر تعاقد قدره 100 دولار، هذا السعر سيدفعه الطرف الأول إلى الطرف الثاني في التاريخ المحدد لقاء استلامه الأصل XYZ.

استخدام الهندسة المالية للتحوط من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة

لكن وبفرض ارتفاع سعر الأصل XYZ قبل هذا الموعد إلى 120 دولار، فإن الطرف الأول (وهو مشتري العقد المستقبلي هنا) سيقوم ببيع هذا العقد وتحقيق ربح قدره 20 دولار عليه.

بالتحديد، تعهد الطرف الأول بشراء الأصل عند سعر قدره 100 دولار وبالتالي سيستفيد من ارتفاع سعر هذا الأصل وبالمقابل ستكون خسائر الطرف الثاني 20 دولار لأنها سيباع ما قيمته 120 دولار بمائة دولار. وهذا يعني خسارة قدرها 20 دولار والتي ذهبت بالكامل إلى الطرف الأول.

أما في حال انخفاض سعر هذا الأصل إلى 40 دولار مثلاً، فإنه ستحقق ربحاً قدره 60 دولار (سالي) لأنها تعهدت في البداية أن تبيع الأصل المعتبر عند سعر قدره 100 دولار.. وهي الآن قادرة على شرائه في السوق لقاء 40 دولار فقط ثم إعادة بيعه إلى (عمر) لقاء 100 دولار والذي سيحقق خسائر قدرها 60 دولار لأنه التزم بشراء أصل أصبحت قيمته السوقية 40 دولار في تاريخ التسليم لقاء سعر تعاقد قدره 100 دولار.

إن لكل طرف من طرفي العقد خيارين فيما يتعلق بتصفية مركزه في هذا العقد:

- الأول: أن يلجأ إلى تصفية هذا المركز في تاريخ سابق ليوم التسوية.. وذلك عن طريق اتخاذ مركز مقابل في نفس العقد. وهذا يعني أنه على مشتري العقد المستقبلي أن يقوم ببيع عقد مماثل بنفس العناصر (السعر، تاريخ التسليم، محل التعاقد)، وبالنسبة لبائع العقد المستقبلي فإن هذا يعني أن يقوم بشراء عقد مماثل بنفس العناصر.

- الثاني: فهو الانتظار إلى حلول تاريخ التسوية حتى يحصل مشتري العقد المستقبلي على محل التعاقد ويصفي البائع مركزه عن طريق تسليم محل التعاقد ذاك إلى المشتري بالسعر المتفق عليه.

هذا وتلعب غرفة المقاصة دوراً في ضمان أداء الطرفين للصفقة التي يتضمنها العقد المستقبلي، ذلك أن هذه الغرفة تتدخل في الصفقة كطرف بائع وكطرف مشتري في آن واحد معاً. فإذا ما عجز أحد الطرفين الفعليين عن تحمل تبعات التزامه أو رفض تنفيذ ما ألتفق عليه مع الطرف الآخر يأتي دور غرفة المقاصة لتأخذ الدور المناسب يبيعاً وشراءً. وطبعاً فإن الطرف الذي خرق الاتفاق سيخضع لإجراءات قانونية جزائية.

وتجدر الإشارة إلى أن العلاقة بين طرفي العقد تنتهي بمجرد إبرام العقد وهذا طبعاً بفضل الدور الذي تلعبه غرفة المقاصة والذي يتيح لكلا الطرفين الفرصة لتصفية مركزيهما في حال أراد أي منهما ذلك ودون الحاجة إلى إرباك الطرف الآخر بأمور لا تعنيه في واقع الحال.

02 - مستلزمات العقود المستقبلية :

من مستلزمات العقود المستقبلية إيداع المستثمر حد أدنى من الأموال لكل عقد عند إحدى شركات السمسرة يسمى الهامش المبدئي. وقد يأخذ هذا الإيداع شكل أوراق مالية حاملة للفوائد مثل أذونات الخزينة ومع تقلب أسعار العقود المستقبلية على امتداد أيام التداول فإن قيمة حساب حقوق المستثمر التي يخولها له مركزه الذي سبق أن اتخذ في السوق تتغير. وتعتبر حقوق المستثمر في حساب العقد المستقبلي: عن مجموع الهوامش المودعة والمكاسب والخسائر اليومية التي طرأت على هذا الحساب. وعلى هذا الأساس ونظراً للتغيرات التي تصيب هذا الحساب والتي قد تنعكس على قيمة الهامش الابتدائي (المبدئي) وبالتحديد في حالة انخفاض رصيده نتيجة للخسائر التي قد تلحق بالمركز المتخذ فإن بورصة التداول تحدد ما يعرف بهامش استمرار الحساب وهو عبارة على أدنى مستوى يمكن أن تصل إليه قيمة حقوق المستثمر في حساب العقد المستقبلي نتيجة لتغيرات غير مواتية في سعر الأصل محل العقد ذلك أن انخفاض قيمة حقوق المستثمر تلك عن هذا المستوى سيستدعي منه

استخدام الهندسة المالية للتحوط من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة

إيداع هامش إضافي يسمى هامش التغير والذي سيكفل عودة هامش الإيداع إلى مستوى الهامش الابتدائي وبالمقابل فإن أي فائض يحققه حساب العقد المستقبلي يمكن أن يسحبه المستثمر صاحب الحساب.

03. أنواع العقود المستقبلية:

هناك عدة أشكال تختلف حسب محل العقد المتفق عليه و هذا المحل قد يكون سلعة ملموسة وقد يكون مرهوناً بأداء مؤشر من المؤشرات أو متغير من المتغيرات الكلية في الاقتصاد مثل سعر الفائدة أو يعر فائدة العملات الأجنبية .
-العقود المستقبلية على السلع:

يمثل هذا النوع من العقود التزاما من البائع بتسليم المشتري كمية متفق عليها من سلعة ما (الذهب، النفط، المحاصيل الزراعية..الخ) بمواصفات متفق عليها خلال موعد محدد وذلك لقاء سعر متفق عليه يلتزم المشتري بدفعه عند الاستلام.. ويمكن أن يستغني الطرفان عن الاستلام والتسليم الفعلي لحل العقد في حال وجدا طريقة التعويض المناسبة في سوق التداول.
- العقود المستقبلية على المؤشرات :

ويمثل العقد هنا التزاما من البائع إلى المشتري بدفع مبلغ من الأموال مساو إلى حاصل جداء قيمة قدرها مثلاً 100 دولار بالمستوي الرقمي لمؤشر ستاندر أندبورز 500 في بداية التداول يوم تسوية العقد وذلك لقاء مبلغ يمثل سعر العقد ويسمى سداده في ذلك اليوم (وهنا يتم الاكتفاء بالتسوية النقدية ولا حاجة لتسليم الأسهم المتعاقد على أداء مؤشرها).
- العقود المستقبلية على أسعار الفائدة:

وتمثل هذه العقود التزاماً من بائع العقد إلى مشتريه بتسليمه أحد أدوات المديونية في سوق النقد أو في سوق رأس المال لقاء قيمة جارية تقل عن القيمة الاسمية التي صدرت بها تلك الأداة. وذلك طبقاً لمقابل مبلغ يحصل عليه البائع ويمثل سعر العقد ومن أهم أدوات المديونية تلك نجد أذونات الخزينة وشهادات الإيداع باليورو دولار (وهي من أدوات سوق النقد) وسندات الخزينة وغيرها .

وهنا يحقق البائع أرباحه عندما ترتفع معدلات الفائدة بحيث تتجاوز سعر الخصم المتفق عليه:

$$\text{سعر الخصم} = \text{القيمة الاسمية للأداة} - \text{القيمة الجارية للأداة}$$

القيمة الاسمية للأداة

في حين يحقق المشتري أرباحه عندما تنخفض معدلات الفائدة إلى ما دون سعر الخصم المتفق عليه.

مثال: اشترى ط1 عقداً مستقبلياً على سعر الفائدة على سندات الخزينة من ط2 وذلك بحيث يلتزم ط2 ببيع السند ذي القيمة الاسمية 1000 دولار بمبلغ 950 دولار إلى ط1 لقاء سعر متفق عليه بين الطرفين وبالتالي فإن سعر الخصم هو 5%. وفي يوم التسوية كان سعر الفائدة في السوق:

أ- 3%، في هذه الحالة وبناء على مقارنة سعر الفائدة وسعر الخصم (سعر الخصم = $(9500 - 1000) / 1000 = 5\%$)

سيحقق ط1 قدرًا من الأرباح يتوقف على مقدار الفرق بين كلا السعيرين وهو هنا 2%.. وهذا يرجع إلى أنه حصل من ط2 على مدفوعات فائدة تتجاوز تلك التي كان سيحصل عليها بسعر الفائدة السائد في السوق.

ب- 9%، في هذه الحالة وبناء على مقارنة سعر الفائدة وسعر الخصم سيحقق ط2 قدرًا من الربح يتوقف على الفرق بين هذين السعيرين وهو هنا 3%.

يجب أيضاً أن نشير هنا إلى أنه لا حاجة للتسليم الفعلي لأدوات المديونية إذ يكفي بإجراء قيد دفتر فقط.

استخدام الهندسة المالية للتحوط من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة

ثانياً: الاتفاقات المستقبلية (العقود الآجلة) :

إن العقود الآجلة، مثل العقود المستقبلية هي اتفاقات للتسليم المستقبلي لحل التعاقد عند سعر محدد وفي نهاية الفترة الزمنية المتفق عليها لكن هناك العديد من وجوه الاختلاف الجوهرية بين كلا المجموعتين من العقود نلخصها فيما يلي:

1. إن عناصر العقد المستقبلي هي عناصر محددة قياسية وهي تطبق على كل العقود المتداولة في هذه البورصة أو تلك فيما تكون عناصر العقد الآجل قابلة للتفاوض بين كلا الطرفين المعنيين الذين يحددان شروط التنفيذ بالاتفاق المشترك دون أي مؤثر خارجي لذلك توصف العقود بأنها غير قياسية.

2. يجري تداول العقود المستقبلية في أسواق منظمة في حين أن سوق فوق المقصورة . المنظم . يمثل سوق التداول بالنسبة للعقود الآجلة.

3. تنفذ الغالبية العظمى من العقود المستقبلية عن طريق التسوية النقدية إذ لا حاجة للتسليم الفعلي لحل التداول المتعاقد عليه في حين أن العقود الآجلة تقوم أساساً على عملية التسليم الفعلي ولا يمكن تنفيذها عن طريق التسوية النقدية.

4. يتطلب العقد المستقبلي إيداع هامش تغير بغية المحافظة على قيمة الهامش المبدئي لحساب العقد المستقبلي في حين لا يطلب مثل هذا الهامش (هامش التغير) في حالة العقد الآجل.

5. يتعرض طرفا العقد الآجل لما يعرف بمخاطرة الائتمان التي يفرضها امتناع أو عجز أحد الطرفين عن الوفاء بالتزامه. هذه المخاطرة لا نجدها في العقد المستقبلي بسبب تدخل غرف المقاصة المرتبطة ببورصات التداول وضمن الطرف الآخر من العقد.

ما عدا هذه الفروقات فإن ما ذكرناه عن العقود المستقبلية ينطبق على العقود الآجلة دون زيادة ولا نقصان.

ثالثاً : تبادلات أسعار الفائدة: ⁵

وهي من الأشكال الشائعة للمشتقات المالية شأنها في ذلك شأن العقود المستقبلية والآجلة ويعبر تبادل سعر الفائدة على اتفاق بين طرفين متقابلين يتعهدان بتبادل التزامات مدفوعات الفائدة بينهما حيث يكون أحد الطرفين يواجه التزامات بأداء مدفوعات الفائدة على أداة دين تحمل سعر فائدة ثابت فيما يواجه الآخر التزامات بأداء مدفوعات الفائدة على أداة دين تحمل سعر فائدة متغير (متحرك) ويسري التبادل على امتداد الفترة المتفق عليها في العقد.

مثال : ⁶

تتمتع شركة ميجا موتورز MEGA MOTORS بتصنيف ائتماني مرتفع جداً وبناءً على ذلك فإن باستطاعتها اقتراض الأموال من المصارف بسهولة عند سعر فائدة ثابت وليكن 8% سنوياً. أما شركة Start-up ذات التصنيف الائتماني المتدني جداً فهي لا تستطيع إلا الاقتراض عند معدلات فائدة متحركة ولتكن مثلاً 9% سنوياً.

ولدى المدير المالي لشركة MEGA اعتقاد بأن أسعار الفائدة في طريقها للانخفاض وبشكل كبير إلى ما دون مستوى 8% الملتزمين على الاقتراض على أساسه. بنفس الوقت، يخشى المدير المالي لشركة Start-up من أن أسعار الفائدة في طريقها للارتفاع بشكل حاد وبالتالي سيزيد هذا الارتفاع من تكلفة الاقتراض في Start-up. هذه المخاوف المتضاربة يمكن تبديدها مبدئياً عن طريق إجراء تبادل لسعري الفائدة SWAP بين الشركتين.. وفيه تتعهد شركة MEGA بأن تدفع لـ Start-up مبلغاً مساوياً لأي زيادة في أعباء الفائدة يمكن أن يربتها ارتفاع المعدل المتحرك فوق حد 9%. في حين تتعهد Start-up بأن تدفع MEGA مبلغاً يعوضها عن أي إنخفاض في سعر الفائدة عن حد 8% وهذا الاتفاق يضمن لميجا MEGA التمتع

استخدام الهندسة المالية للتحوط من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة

بنتائج أي انخفاض في سعر الفائدة على الرغم من أن تكلفة الاقتراض لديها لم تتغير، بينما تضمن Start-up حماية نفسها من آثار الارتفاع في سعر الفائدة المتحرك على الأموال التي اقترضتها.

وكما هو الحال مع الأنواع الأخرى من المشتقات المالية فإن صفقات تبادل أسعار الفائدة هي صفقات افتراضية (صورية) بطبيعتها. ففي مثالنا هذا، لا يتم تبادل القروض الخاصة بكل شركة مع قروض الشركة الأخرى. ولا تعلم المصارف المقرضة لهاتين الشركتين بقيام هذا التبادل SWAP بالأصل. ولإتمام الصفقة يجب أن تنسب مدفوعات الفائدة إلى مقدار ما من قرض صوري يتفق الطرفان على استخدامه في احتساب المدفوعات التي ستترتب على هذا الطرف أو ذاك، وليكن قدره في مثالنا السابق 100 مليون دولار (هذا القرض يسمى القيمة الرمزية للتبادل) وبالتالي فإذا ما كانت أسعار الفائدة ستتناقص إلى 6% فعندها سيتوجب على START-UP أن تدفع ل MEGA ما يعادل 2 مليون دولار سنوياً:

(8%-6%=2% ; 2% . 100 مليون دولار = 2 مليون دولار) وعلى العكس فلو أن أسعار الفائدة كانت سترتفع إلى 10% فإن MEGA ستدفع إلى Start-up ما يعادل 1 مليون دولار سنوياً:

(10%-9%=1% ; 1% . 100 مليون دولار = 1 مليون دولار).

و يخضع تحديد تواريخ السداد للاتفاق بين كلا الطرفين فهي يمكن أن تكون سنوية، فصلية، شهرية، أو أي فترة متفق عليها. خاتمة:

وهكذا تكلمنا بشكل ما عن بعض أنظمة أسعار الصرف التي اعتمدتها دول العالم منذ قاعدة الذهب و قواعد كل نظام وكيف وصل بنا الحال إلى نظام التعويم المدار أو الموجه المستخدم في بعض الدول . نلاحظ أنه منذ القرن التاسع عشر كانت هناك عدة أنظمة أسعار صرف ولم تلبث أن تنجح في أداء مهمتها حتى تفقد دورها الجوهري وتندم الفائدة من إتباعها ، وظهرت عدة أنظمة هجينة وهي تدمج فوائد نظامين أو أكثر ومنذ بداية عام 2000 ظهرت مجموعة أنظمة كالصرف الثابت والهئية النقدية و الربط الثابت مع عملة أخرى والربط مع سلة عملات و السماح بالتحرك ضمن نطاق ضيق و نظام الحدود الزاحفة والتعويم المدار دون تحديد مقدار التغير و التعويم المستقل وهو نادراً ما يستخدم.

النتائج و التوصيات:

- خطر الصرف يعتبر من بين العوامل المؤثرة على أسعار التكلفة مما ينبغي التحكم فيه بكل فعالية.
- تكتسي إدارة مخاطر تقلبات العملات الأجنبية بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية دولية النشاط أهمية قصوى خصوصاً في ظل الوضع الاقتصادي الراهن المتميز بالتقلبات النقدية الحادة.
- تهدف إدارة مخاطر الصرف إلى ترشيد النتائج المالية للمؤسسات المعنية وللاقتصاد الوطني ككل.
- إدارة مخاطر الصرف تعتبر عملية على درجة كبيرة من التعقيد بالارتباط و التطورات المتجددة باستمرار بشأن التقنيات المستعملة للوقاء من مخاطر العملة، مما يتطلب مراجعة قواعد العمل بصفة دورية و منتظمة من قبل المكلفين بتأديتها.
- ينبغي تسجيل عملية إدارة خطر الصرف ضمن الإستراتيجية العامة للمؤسسة و اختيار أنسب التقنيات بما ينسجم و المحيط الذي تنشط ضمنه.
- إن التطورات التي تمر بها الدول النامية في مجال التجارة و الاستثمار الخارجيين تولد الحاجة الماسة إلى تطبيق إستراتيجية إدارة مخاطر سعر الصرف.
- كذلك الحرص على الاستعمال الأمثل للمشتقات المالية (العقود الآجلة والمستقبلية وعقود المبادلات) من أجل التحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف في الأسواق المالية العالمية .

استخدام الهندسة المالية للتحوط من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة

- يتوقع أن يتم التوصل في الأجل الطويل إلى تكنولوجيا جديدة تساعد على تحسين كفاءة الأسواق و بالتالي تخفيض تكلفة المعاملات، وكذا اكتشاف تقنيات حديثة للوقاء من مخاطر الصرف، مما ينبغي على مؤسسات الدول النامية متابعة و مسايرة التطورات المستجدة في هذا المجال من خلال تخصيص إعمادات مالية لتكوين الكفاءات البشرية لتمكينها من مواكبة تلك التطورات من جهة و استخدام التقنيات المنبثقة عنها بفعالية من جهة أخرى.
- ينبغي على المسؤولين في أي دولة إدخال الاستراتيجيات المعاصرة لإدارة مخاطر العملة ليس فقط على مستوى المؤسسات الاقتصادية دولية النشاط و إنما على مستوى خزانة الدولة أو البنك المركزي ذاتها بهدف مراعاة مخاطر الصرف عند إدارة مقبوضات و مدفوعات الدولة من العملات الأجنبية.
- كذلك الحرص على الاستعمال الأمثل للمشتقات المالية (العقود الآجلة والمستقبلية وعقود المبادلات) من أجل التحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف في الأسواق المالية العالمية .

الهوامش و المراجع:

- دومينيك سالفاتور ، سلسلة ملخصات شوم نظريات ومسائل في الاقتصاد الدولي ،ديوان المطبوعات الجامعية ،بن عكنون الجزائر.
- هاشم فوزي دباس العبادي ، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، ط 1 ،الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- يوسف مسعداوي ،أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ،دروس وتمارين محلولة،دار الخلدونية ،الجزائر، 2016
- رايس حدة ، مطبوعة بعنوان :محاضرات في مقياس الأسواق المالية ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، الجزائر ، 2007.
- مفتاح صالح ،مطبوعة بعنوان : المالية الدولية ،كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر ،بسكرة ،الجزائر 2006
- نضال الشعار ، سوق الأوراق المالية وأدواتها- البورصة ، طبعة 3 ،حلب للطباعة والنشر ،2006.
- Joseph Antoine .marie Claire capiau huart .traduction vers l'arabe amel leila serbis. Dictionnaire des marches financiers eurl pages bleues internationales .Belgique .édition