

## استخدام عقود الخيارات لتحويط مخاطر أسعار الصرف الأجنبي - دراسة افتراضية

م.م تحسين عاصي جاسم الهيميلة\*

### المسخلص

- تعد مخاطرة أسعار صرف العملات إحدى أهم المخاطر التي تواجه الشركات المستوردة والمصدرة للبضائع، ولمواجهة تلك المخاطر لابد من استخدام إحدى أدوات إدارة المخاطرة وعلى ذلك الأساس جاءت هذه الدراسة لتوضح طبيعة وكيفية استخدام عقود الخيارات لتوفير الحماية من تقلبات أسعار صرف العملات ثم تخفيض الخسائر الناتجة عن ذلك، وقد اعتمدت هذه الدراسة على فرضيتين أساسيتين هما:
- إن استخدام عقود خيارات شراء العملات من قبل مستوردي البضائع يؤدي إلى تخفيض مخاطر ارتفاع أسعار صرف العملات التي سيدفع بها تكاليف مشترياته.
  - إن استخدام عقود خيارات بيع العملات من قبل مصدري البضائع يؤدي إلى تخفيض مخاطرة انخفاض أسعار صرف العملات التي سيقبض بها ثمن مبيعاته .
  - وقد استخلصت هذه الدراسة مجموعة من الإستنتاجات أهمها:
  - إن استخدام عقود خيارات العملة من قبل مستوردي ومصدري البضائع يتيح لهم إمكانية التحوط من مخاطرة أسعار صرف العملات، وبذات الوقت تمكنهم من الإفادة من تقلبات أسعار صرف العملات التي تكون لصالحهم .
  - إن استخدام عقود خيار شراء العملة من قبل مستوردي البضائع يؤدي إلى تخفيض مخاطرة ارتفاع أسعار الدولار الأمريكي عن طريق تثبيت أسعار الصرف للدولار في المستقبل، وبذات الوقت تؤدي إلى تحقيق أرباحاً غير محدودة عند انخفاض أسعار صرف الدولار الأمريكي عن سعر التنفيذ عند تاريخ الإستحقاق.
  - إن استخدام عقود خيار بيع العملة من قبل مصدري البضائع يؤدي إلى تخفيض مخاطرة انخفاض أسعار صرف الدولار عن طريق تثبيت أسعار صرف الدولار الأمريكي في المستقبل، وبذات الوقت تؤدي إلى تحقيق أرباحاً غير محدودة عند ارتفاع أسعار صرف الدولار عن سعر التنفيذ عند تاريخ الإستحقاق.

### Abstract

*The exchange rates risk is one the most important of risks facing importers and exporters goods companies, to encounter these risk, it has to use one of the instruments tools for risk managements. In according to that this study show the nature and use of option contract to protect exchange rate fluctuation of currency in turn decreases the losses resulting from that. This research has two hypotheses:*

*-use of currency call options contract for buying currency by commodities importing lead to decrease exchange rate risk which pays it purchases costs.*

*-use of currency put options contract for selling currency by commodities exporting leads to decrease exchange rate risk for currency which could caught sells price . This study has been drawn set of conclusions ,included :*

- *The use of currency options contracts by importers and exporters of goods allows them to hedge the risk of currency exchange rates, and the same time*

\* الجامعة التقنية الوسطى / المعهد التقني / كوت .  
مقبول للنشر بتاريخ 2015/6/4

*enable them to take advantage of fluctuations in currency exchange rates which are in their favor.*

- *The use of contracts for the option to buy the currency by importers of goods leads to a reduction in the risk of higher prices of dollar by installing the exchange rate of the pound in the future, and made time lead to the achievement of profit is limited at the lower exchange rates of the dollar for the execution price at .maturity*
- *The use of option contracts for the sale of the currency by exporter of goods leads to a reduction in the risk of lower exchange rates of the dollar for ways to install the dollar exchange rates in the future, and the same time lead to the achievement of profit is limited at higher exchange rates for the dollar price at the date of execution maturity.*

## المبحث الأول

### الدراسات السابقة و منهجية البحث

#### المحور الأول: الدراسات السابقة

##### أولاً : دراسة (اونور1998):

تهدف هذه الدراسة التي تحمل العنوان (عقود الخيارات وإدارة المخاطرة في اسواق السلع) الى توضيح كيفية استخدام عقود الخيارات في إدارة المخاطر في اسواق السلع، وقد بينت هذه الدراسة عدم وجود تبادل فعلي للاصل موضع عقد الخيار بين البائع والمشتري وعدم تملك البائع للاصل، كما بينت ان هنالك إمكانية للتخلص من المخاطرة في اسواق السلع من خلال استخدام عقود الخيارات، وكذلك الاستفادة منها لخلق اصل مالي جديد خالي من المخاطر يستخدم في قياس التكلفة الرأسمالية للأصول المنتجة كما هو محدد في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

##### ثانياً: دراسة (مهيدات 2009):

جاءت هذه الدراسة المعنونة (الآثار الاقتصادية لعقود الخيارات المالية-تقدير إقتصادي) لتقييم الآثار الاقتصادية من وجهة نظر الاقتصاد الإسلامي، وقد خلصت الدراسة الى ان عقود الخيارات المالية المتداولة في الأسواق المالية بصورتها الحالية ليس لها آثار إقتصادية في ذاتها إنما هي آثار وهمية يستدرج بها اصاب الأموال ليضخوا اموالهم في السوق ليقنصها منهم المضاربون على فروقات الأسعار، ودليل هذا ان معظم عقود الخيارات لا يجري تنفيذها.

##### ثالثاً : دراسة (Barbara Ostdiek 2002):

إختبرت هذه الدراسة والتي تحمل عنوان " المشتقات وإدارة المخاطرة في اسواق النفط" مدى إمكانية استخدام المشتقات في ادارة المخاطرة، وخاصة المخاطرة السعرية للنفط الخام، وقد وضحت هذه الدراسة انواع المشتقات وكيفية استخدام كل واحدة منها في تحويط المخاطرة السعرية للنفط الخام وقد توصلت هذه الدراسة الى مجموعة من الاستنتاجات أهمها: من الممكن تخفيض المخاطرة السعرية عن طريق استخدام المشتقات، وكذلك ان استخدام المشتقات لإدارة المخاطرة السعرية يؤدي الى زيادة الارباح لحاملي الأسهم.

رابعاً: دراسة (Gemmill 2005): تهدف هذه الدراسة والتي تحمل عنوان (استخدام مستقبلات النفط لتحويط مخاطرة الاسعار) الى توضيح أهمية التحويط في تخفيض مخاطرة تغير الاسعار الى ادنى حد ممكن، وكذلك بيان ايهما افضل التحويط الكامل ام التحويط غير الكامل، وبيان مدى فاعلية التحويط باستخدام نسبة التحويط البسيطة ونسبة التحويط المخفضة للمخاطر في تخفيض مخاطرة الاسعار الى ادنى حد ممكن، وقد استنتجت الدراسة ان التحويط يعمل بشكل افضل عندما يكون الموجود الأصلي والموجود المبرم عليه العقد متشابهين، وان استخدام نسبة التحويط المخفضة للمخاطر تزيد من فاعلية التحويط بشكل كبير إذ خفت المخاطرة بنسبة (47%).

## المحور الثاني: منهجية البحث

### أولاً : مشكلة البحث:

تتذبذب اسعار صرف العملات إرتفاعا وإنخفاضا بصورة مستمرة مما يحمل معه مخاطر على عوائد هذه العملات أو قيمتها خاصة عند تحويلها من عملة الى اخرى، ولتجنب هذه المخاطر يلجأ المتعاملين الى إبرام عقود خيارات العملات في الأسواق المالية العالمية، وتتلخص مشكلة البحث بالتساؤلات الآتية:-

- 1- هل يؤدي إستخدام عقود خيارات العملات الى تخفيض مخاطرة أسعار صرف العملات بالنسبة لمستوردي ومصدري البضائع ؟
- 2- هل إن عقود خيارات العملة هي عقود تقوم بتثبيت أسعار صرف العملات فقط ؟

### ثانياً : أهمية البحث:

تبرز أهمية هذا البحث من خلال تناوله لحالة اللاتأكد والتقلب الحاد في اسعار صرف العملات الذي يجعل من الصعوبة تحديد السعر الفوري المتوقع لما ستكون عليه أسعار صرف العملات في المستقبل مما يؤدي إلى تكبد الشركات المستوردة والمصدرة للبضائع للخسائر نتيجة لتعرضها لمخاطرة أسعار صرف العملات، إضافة الى محاولة هذا البحث إستخدام عقود خيارات العملات للتحوط من مخاطرة أسعار الصرف للعملات، وكذلك قيام هذا البحث بتوضيح طبيعة أسعار الصرف ومخاطرها وكما توضح طبيعة عقود خيارات العملة وخصائصها وأركانها مما يتيح للشركات المستوردة والمصدرة للبضائع التعرف على كيفية التعامل بهذه العقود لإدارة مخاطر أسعار الصرف .

### ثالثاً: أهداف البحث:

يهدف هذا البحث الى تحقيق الأهداف الآتية:-

- 1- توضيح طبيعة عقود خيارات العملات وكيفية إستخدامها لتحوط مخاطرة أسعار صرف العملات .
- 2- تحليل نتائج إستخدام عقود خيارات العملات لتحوط مخاطرة أسعار صرف العملات .

### رابعاً : فرضيات البحث:

اعتمدت الدراسة على فرضيتين اساسيتين هما:-

- 1- إن إستخدام عقود خيارات شراء العملات من قبل مستوردي البضائع يؤدي إلى تخفيض مخاطر إرتفاع أسعار صرف العملات التي سيدفع بها تكاليف مشترياته.
- 2- أن إستخدام عقود خيارات بيع العملات من قبل مصدري البضائع يؤدي إلى تخفيض مخاطرة إنخفاض أسعار صرف العملات التي سيقبض بها ثمن مبيعاته .

### خامساً: بيانات ومدة الدراسة:

لقد تم الإعتماد في هذه الدراسة على اسعار صرف الدينار العراقي مقابل الدولار الامريكي، وتغطي هذه الدراسة إثني عشر شهرا إعتبارا من (كانون الثاني ولغاية كانون الأول 2013)، وقد كانت بيانات الدراسة شهرية بالإضافة الى انه قد تم احتساب السعر الشهري على أساس متوسط أيام الشهر. وقد تم إستخدام (9) عود خيار لتوضيح كيفية إستخدام عقود خيارات العملة في تحويط مخاطرة أسعار صرف الدولار الامريكي، وقد تم إعتماد بيانات إفتراضية بشأن عدد الوحدات المتعاقد عليها، حيث تم إفتراض إن المبلغ المتعاقد عليه هو (1000000) دولار كما تم إفتراض إن علاوة الخيار تساوي (10%) من قيمة العقد.

### سادساً: الأساليب المالية المستخدمة في الدراسة:

لإيجاد الأرباح أو الخسائر الناتجة عن إستخدام عقود الخيارات فقد تم إستخدام المعادلة الآتية:  
(رمضان، 2007، 94)

الأرباح أو الخسائر = عدد الوحدات (سعر التنفيذ عند إبرام العقد - سعر السوق عند تنفيذ العقد) - علاوة الخيار

## المبحث الثاني الجانب النظري

### المحور الأول : أسعار الصرف

#### أولاً : مفهوم وأشكال سعر الصرف :

يعرف سعر الصرف على أنه عدد الوحدات من العملة الواجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من عملة أخرى (طارق، 2009، 20).

كما يمكن تعريف سعر الصرف بأنه سعر يتم به إستبدال وحدة عملة معينة بعملة أخرى ، ويتخذ سعر الصرف أشكالاً متعددة أهمها (رمضان، 49، 2007):

#### 1. سعر البيع وسعر الشراء **Selling rate and Buying rate** :

أما إذا كان يوم الإستحقاق عطلة فإنه يعتبر من اليوم الذي يليه ( حماد، إن للتعامل في اسواق العملات الأجنبية إتجاهين إذ يعطى سعران للعملة ، الأول يسمى سعر الشراء **Buying rate** وهو السعر الذي على أساسه تشتري المؤسسة المعلنه العملة المسماة، والثاني هو سعر البيع **Selling rate** أو **Ask rate** أو **Offer rate** وهو السعر الذي على أساسه تبيع نفس المؤسسة العملة المسماة وتتم التسمية في سوق العملات بإعطاء السعريين معا ويترك الخيار للسائل في ان يشتري أو يبيع فهو حر في ان يكون أما مشترياً أو بائعاً بهذه الأسعار، ويمثل الفرق بين السعريين ربح الصراف ويسمى الهامش **Spread** وتعطى الاسعار من وجهة نظر الصراف . إذن فسعر الشراء هو السعر الذي يشتري به من الصراف العملة الأجنبية وسعر البيع هو السعر الذي يبيع به الصراف العملة الأجنبية.

#### 2. السعر الآتي للعملة **Spot Rate** :

السعر الآتي أو الناجز هو سعر التسليم الفوري وهو ان يتم تسليم العملة المشتراة فوراً أو خلال يومي عمل على ابعد تقدير وقد يكون سعر بيع أو سعر شراء (الغالي، 2011، 66).

#### 3. السعر الآجل **Forward Rate** :

وهو سعر التسليم الآجل أي إن التسليم سيتم في مدة تزيد على يومي عمل وغالبا ما يتم التسليم بعد شهر أو مضاعفاته ويحدد الحق الآجل إعتباراً من بعد يومي عمل من عقد الصفقة وليس من تاريخ عقدها فلو تمت الصفقة في 20 نيسان فإن حق الآجل هو 22 آيار وليس 20 آيار (2003، 37).

وعادة ما يختلف السعر الآجل عن السعر الفوري حسب توقعات المتعاملين فإن توقع المتعاملون إن سعر العملة سيرتفع خلال فترة العقد الآجل فإن السعر الآجل سيكون أكبر من السعر الفوري والفرق بينهما يسمى علاوة **Forward Premium**، أما إذا كان من المتوقع ان ينخفض سعر العملة فإن السعر الآجل سيكون أقل من السعر الفوري ويسمى الفرق بينهما خصماً **forward discount**.

### ثانياً : أنواع سعر الصرف :

هناك عدة أنواع لسعر الصرف هي :

- 1- سعر الصرف الاسمي :- هو سعر عملة ما ، يتم تحديده تبعاً للعرض والطلب عليها في سوق الصرف في لحظة زمنية معينة ، ويؤدي التعادل بين عنصري العرض والطلب في اسواق الصرف الاجنبي الى وضع اسعار صرف اسمية يتم على اساسها تبادل العملات (طارق، 2009، 20)
- 2- سعر الصرف الحقيقي :- يعرف سعر الصرف الحقيقي على انه نسبة مستوى السعر العالمي للسلع المتاجر بها الى الاسعار المحلية ، او هو عدد الوحدات من السلع الاجنبية لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية ، وبالتالي يعد مؤشراً مناسباً لقياس القدرة التنافسية الدولية (خرباش، 33، 2012).
- 3- سعر الصرف الفعلي: يعبر سعر الصرف الفعلي عن المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة بالنسبة لعدة عملات أخرى في فترة زمنية ما وبالتالي مؤشر سعر الصرف الفعلي يساوي متوسط عدة أسعار صرف ثنائية وهو يدل على مدى تحسن أو تطور عملة بلد ما بالنسبة لمجموعة من العملات الأخرى ويتم قياسه باستخدام مؤشر لاسبيرز للأرقام القياسية (مصطفى، 2009، 56).
- 4- سعر الصرف الفعلي الحقيقي :- هو سعر صرف فعلي اسمي لانه عبارة عن متوسط لعدة اسعار صرف ثنائية معدلاً بالفرق المرجح ، ومن اجل ان يكون هذا المؤشر ذو دلالة ملائمة على تنافسية البلد الخارج لابد ان يخضع هذا المعدل الاسمي الى التصحيح وذلك بازالة اثر تغيرات الاسعار النسبية.

### ثالثاً : انظمة اسعار الصرف :

ان انظمة اسعار الصرف تعد احد العناصر المهمة في سياسة الصرف الاجنبي، وهي الانظمة التي تعتمد الدول في تحديدها لمعدلات صرف عملتها، إذ عرّف نظام الصرف على انه مجموعة القواعد التي تحدد تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف، ولسعر الصرف انظمة عديدة سنقوم بذكر أبرزها في ما يأتي:-

1- نظام سعر الصرف الثابت: لقد ساد هذا النظام لفترة طويلة متمثلاً بقاعدة الذهب عبر مراحل تطورها المختلفة كنظام الذهب الكامل في صورة المسكوكات الذهبية وذلك في اواخر القرن التاسع عشر و اوائل القرن العشرين وحتى قيام الحرب العالمية الاولى. ويعرّف على انه النظام الذي يتم فيه ربط عملة وطنية ما بعملة صعبة اخرى او سلة عملات صعبة بمعدل صرف ثابت (كالدولار واليورو ) اذ يرجع اختيار تلك العملة الصعبة الى طبيعة العلاقات التجارية بين البلدين مع السماح لتلك الاسعار بالتقلب في حدود ضيقة للغاية وهي حدود دخول وخروج الذهب (الحجار، 2009، 78).

2- نظام الصرف العائم (الحر او المرن ) : و يقصد به سعر الصرف الذي تحدده قوى العرض والطلب دون تدخل البنك المركزي، او هو ذلك النظام الذي تتغير فيه اسعار الصرف بحرية وفقاً لقوى العرض والطلب على احدى العملات مقابل العملات الاخرى، اذ يمكن تصنيف هذا النظام الى نوعين هما: (حماد، 2003، 33).

أ- التعويم المدار: حيث تقوم الدولة بتعديل اسعار صرفها بالاعتماد على مستوى الاحتياطي لديها من العملات الاجنبية والذهب وعلى اساس ميزان المدفوعات .  
ب- التعويم الحر: وفقاً لهذا النظام تكون قيمة العملة قابلة للتغير صعوداً او هبوطاً حسب قوى السوق، وهذا ما يدفع اسعار الصرف للتكيف مع الاوضاع السائدة لا ان تكون قيماً ومن ابرز الامثلة على ذلك النظام النقدي الاوربي.

3- نظام الرقابة على الصرف: وفقاً لهذا النظام يتم تثبيت سعر صرف العملة مقابل العملات الاجنبية مع السماح لها بالتذبذب ارتفاعاً وانخفاضاً بحدود معينة لا تتجاوز 2.54% في كلا الاتجاهين، وعليه ان هذا النظام يتوسط نظام سعر الصرف الحر والثابت (الغالبى، 2011، 45).

#### رابعاً : مخاطرة اسعار الصرف:

ان مخاطر سعر الصرف أو مخاطر تغيرات أسعار الصرف مرتبطة أساساً بعمليات الاستيراد أو التصدير المقيمة بالعملة الصعبة، و كذلك مرتبطة بعمليات الاقتراض بالعملة الأجنبية و هي مخاطر تواجه المؤسسة دولية النشاط، و أن المؤسسة تكون عرضة لتقلبات أسعار الصرف عندما تكون ثروتها مهددة بهذا الخطر الذي يؤثر على المؤسسات ذات العلاقات التجارية و المالية مع الخارج (بوعتروس، 3، 2004) عرّفت مخاطر اسعار الصرف على انها "مخاطرة الخسارة المرتبطة بتقلبات اسعار الصرف، اي الخسارة التي من الممكن ان تتعرض لها المنظمة نتيجة التغيرات غير المواتية باسعار الصرف بين عملة نقدية محلية و عملة نقدية اجنبية" (خرباش، 45، 2012).  
و عرّفت ايضا "على انها المخاطر المتعلقة بانخفاض أسعار الاوراق المالية المسعرة بالعملة المحلية مقابل العملة الاجنبية" (ابو موسى، 65، 2005).  
كما عرّفت مخاطرة اسعار الصرف بانها "الحدث الذي يمكن أن تتعرض له المؤسسة و يترتب عليه ربحا او خسارة.

وعليه فإن مخاطرة اسعار الصرف تدور حول الضرر الذي يلحق بالنتائج المالية للمؤسسات ذات العلاقات الاقتصادية مع الخارج من جراء التقلبات في أسعار صرف عملات التقويم و الدفع لنشاطات تلك المؤسسات.

#### خامساً: انواع مخاطر اسعار الصرف:

على اثر المعاملات التي تيرم بعملات اخرى غير العملة الوطنية للمؤسسات الاقتصادية تجد المؤسسة نفسها امام ثلاثة انواع من المخاطر وهي الاتي:- (خرباش، 46، 2012)

##### 1- المخاطر المرتبطة بالصفقات المالية :

تواجه المؤسسة التي تنظم موجوداتها ومطلوباتها المتداولة بالعملات النقدية الاجنبية وضعية صرف تعاملية والتي تنشأ عنها مخاطر اسعار الصرف والتي ترتبط بعمليات القرض والاقتراض المبرمة بالعملة الاجنبية سواء كان على المدى القصير او المتوسط او الطويل اي ان المؤسسة تقوم بطرح اوراقها المالية للاكتتاب (تقترض) أو تستثمر بعملة اجنبية ما، فعند ارتفاع اسعار الصرف للعملة الأجنبية فستتعرض المؤسسة الى تكبد خسائر مالية نتيجة لذلك الارتفاع، اما في حالة انخفاض اسعار الصرف للعملة الأجنبية فستحقق المؤسسة ارباحاً، وتكون قيمة الخسارة او الربح مساوية للفرق بين سعر الصرف عند عقد الصفقة المالية وبين سعر الصرف عند تسوية تلك الصفقة المالية.

##### 2- مخاطرة اسعار الصرف المتعلقة باندماج المؤسسات العالمية:

ينتج هذا الخطر من الاستثمارات المالية المباشرة (الفروع) أو غير المباشرة (المساهمات المالية) لذلك فهي تخص المؤسسات الأم التي تقوم بتجميع حساباتها في قوائم مالية موحدة لمختلف فروعها الأجنبية، نتيجة لعملية التجميع تلك ستتغير قيمة الاصول الصافية معبرا عنها بالعملة الأجنبية بدلالة قيمة عملة البلد الذي يتواجد فيه الاستثمار، فاذا كان سعر الصرف عند تجميع الحسابات المالية يختلف عن التكلفة التاريخية فسينتج عن ذلك ما يسمى بفرق الدمج.

### 3- مخاطرة الصرف الإقتصادي (مخاطر المنافسة)

يعتمد سعر الصرف الإقتصادي على تأثير تغيرات اسعار الصرف على صافي القيمة الحالية الصافية للتدفقات النقدية المتوقعة، ويظهر هاذ النوع من المخاطرة في المؤسسات التي تتأثر سيولتها النقدية بالتغيرات المستقبلية لأسعار الصرف ويأثر تغيرات الأسعار على التكاليف وحجم المبيعات مما يؤدي الى التأثير على المركز التنافسي لمنتجات تلك المؤسسات نتيجة لتقلب معدل الصرف الحقيقي، وبالتالي ستؤدي هذه المخاطر اما الى ارتفاع اسعار منتجاتها او إنخفاضها بالنسبة لعملائها المتواجدين في الخارج ، الامر الذي سيؤثر مباشرة على صادرات المؤسسة و وارداتها (الحجار، 2009، 85) (طارق، 2009، 28).

#### سادساً : العوامل المؤثرة على قيمة العملة :

هناك مجموعة من الأسباب التي تؤدي إلى تغير قيمة العملات ومن أهم هذه الأسباب (سودة، 2006، 45):

##### 1. ظروف السوق :

إن الطريقة التي يتجاوب بها السوق مع الأخبار والتقارير والمعلومات التي يستلمها تؤثر على أسعار العملات فيها فنجد تجاوب السوق لوضع معين في بعض الأحيان حساس وقوي في حين يكون تجاوبه لنفس الوضع في وقت آخر مختلفا تماما فالتقارير والتصريحات والإشاعات نفسها تؤثر على الأسعار بدرجة مختلفة.

##### 2. خبرة المتعاملين وتحليلهم الفني:

يقوم المتعاملون في سوق العملات الأجنبية على ضوء مهارتهم وخبراتهم ومعرفتهم بالسوق وأحواله بتوقع اتجاه الأسعار ويقومون على ضوء قوة هذا الاتجاه باتخاذ القرارات اللازمة بشأن الأسعار وتحديد فيما إذا كان من الضروري تعديلها أو إبقائها على ما هي عليه .

##### 3. الكميات المتعاملة بها ودرجة السيولة المطلوبة:

إن حجم الكميات المتعامل بها وسرعة دوران هذه الكميات يلعبان دور كبير في التأثير على سعر العملة فإذا كانت الأموال التي تدور كبيرة سيؤدي هذا إلى خفض قيمة هذه العملة (الغالب، 2011، 68).

##### 4. مدى الحاجة للعملة المطلوبة ومدى التنوع في العمليات :

من المعروف انه كلما كانت الحاجة للعملة اكبر كلما كان من الصعب الحصول على أسعار أفضل وهذا يؤدي إلى رفع قيمتها حتى ولو تساوت أوامر البيع مع أوامر الشراء ، كما أن التنوع في عدد العمليات المطلوبة واكتشاف أساليب جديدة لتنفيذها كلها عوامل تؤثر على أسعار العملات.

##### 5. التغيرات في الأسواق المالية والأسواق الأخرى غير سوق العملات:

تؤثر التغيرات في الأسواق المالية والأسواق الأخرى على أسعار العملات في سوق العملات الأجنبية من خلال تأثيرها على العرض والطلب لهذه العملة فارتفاع أسعار الأسهم في سوق الأسهم أو ارتفاع أسعار أو مردود الاستثمار في السوق النقدي سيؤدي إلى مزيد من الطلب على العملات في هذه الأسواق للاستثمار في أدواتها الأمر الذي سيؤدي إلى ارتفاع أسعار هذه العملات والعكس يحدث لو انخفض مردود الاستثمار في أدوات هذه الأسواق إذ ستكون النتيجة هي بيع هذه الأدوات وبالتالي زيادة عرض هذه العملات وانخفاض أسعارها (بوخاري، 2001، 96) .

#### المحور الثاني : خيارات العملات

##### أولاً: مفهوم عقود خيارات العملات :

يعتبر أسلوب استخدام خيار العملات الأجنبية وسيلة فاعلة للحد من مخاطر تقلبات اسعار الصرف، وقد تم تداول عقود الخيارات الأولى على العملات في عام 1982 في سوق أمستردام، وفي البورصة الأوروبية للخيارات "The European option exchange" وفي بورصة فيلاديفيا للخيارات، هذه الأخيرة تمثل أكبر سوق خيارات على العملات. ومنذ عام 1994 اقترح السوق الدولي الأجل خيارات على العملات بفرنسا.

وتعرف عقود الخيارات على إنها "عقود بين طرفين تعطي لحاملها الحق وليس الالتزام ان يشتري او يبيع كمية معينة من الاسهم او العملات او من سلعة معينة بسعر تنفيذ متفق عليه مسبقا يسمى سعر التنفيذ Strike Price أو سعر الممارسة Exercise Price وذلك قبل حلول تاريخ محدد أو في تاريخ محدد يسمى تاريخ نفاذ صلاحية العقد Expiration Date (رمضان، 91، 2007).

وتعرف خيارات العملة الأجنبية "Currency option contracts" على إنها 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). (Eales, 2000, p:86).

### ثانياً: خصائص عقود الخيارات:

- 1- تتميز عقود الخيارات المالية بجملة من الخصائص وهي الآتي (Chance, 1998, P79):
  - 1- الخيار ورقة مالية مشتقة تستمد قيمتها من أصل الخيار المذكور في العقد (عملات، أسهم، سندات، أو أي ورقة مالية أخرى).
  - 2- إختلاف توقعات طرفي العقد لسعر الصرف المستقبلي للعملة محل التعاقد، وإلامام التعاقد اصلاً، إذ يتوقع أحد الأطراف ارتفاع سعر الصرف خلال مدة الممارسة فيقوم بشراء خيار الشراء، بينما يتوقع الطرف الآخر انخفاض سعر الصرف للعملة فيقوم ببيع خيار الشراء
  - 3- إن عقد الخيار غير ملزم لحامله وإنما يعطيه الحق في ان يختار بين تنفيذ العقد او عدم تنفيذه (Howelles, 2000,132).
  - 4- إن علاوة الخيار تدفع من قبل حامل الخيار الى الجهة التي حررت الخيار وتكون غير قابلة للإسترداد في حال تم تنفيذ العقد ام لم يتم تنفيذه.
  - 5- إن عقود الخيارات قابلة للتداول، أي ان لحامل الخيار الحق في بيعها لطرف آخر بسعر متفق عليه بينهما.

### ثالثاً: أهمية عقود خيارات العملات:

- لقد حققت أسواق الخيار نجاحاً عظيماً في العقدين الأخيرين من القرن الماضي وما زالت تزداد بنجاحها وانتشارها بسبب العولمة الاقتصادية وافتتاح أسواق الإستثمار في السنوات الأخيرة على هذا النحو الذي جعلها أقرب من أن تكون سوقاً واحدة، إضافة إلى التوجه لعالمي نحو التسهيل المالي والإجرائي بقصد حفز تدفق الإستثمارات الدولية عبر القارات المختلفة حيث يعقد أكثر من مليون عقد خيارات يومياً في البورصات الكبيرة بمختلف أنحاء العالم وذلك يعطي أسواق الخيار الأهمية الخاصة التي تزداد يوماً بعد يوم، وأصبحت الحاجة أكثر إلحاحاً ووضوحاً في منطقتنا العربية إذا أدركنا الأبعاد الحقيقية للأنشطة الإستثمارية العربية في مختلف الأسواق بالكم والكيفية، ويمكن بيان أهمية عقود الخيارات بما يأتي: (سودة، 2006، 85):
- 1- أصبحت عقود الخيار ضرورية للمتعاملين في أسواق العملات لأنها تتناسب مع مختلف احتياجاتهم وسياساتهم سواء كان المتعاملين فيها مستثمرين أم متحوظين.
  - 2- إن شراء حقوق الخيار بالنسبة للمستثمر أو المتحوظ يمنحه الفرصة في الاستفادة من ارتفاع الأسعار ويحميه من مخاطر انخفاض اسعار العملات.
  - 3- يستطيع المستثمر أن يؤمن على إستثماراته وذلك بشراء خيار هبوط على العملات التي يمتلكها، بحيث لو انخفض سعر العملة التي يمتلكها، يبيع خيار الهبوط وبذلك يعوض عليه الخسارة التي تعرض لها من العملة التي يملكها أو حتى جزء من تلك الخسارة، وتتضح الحاجة إلى عقود الخيار من خلال دراسة الفلسفة القائمة عليها حقوق الخيار.
  - 4- بالنسبة لأصحاب القرارات المالية في الشركات العالمية والمؤسسات المالية أصبحوا قلقين من تحركات أسعار العملات وأسعار الفائدة وأسعار المنتجات الاستهلاكية، لذا ومن أجل حماية المستثمر من هبوط الأسعار أصبح استعمال حقوق الخيار من أهم منتجات الأسواق الحديثة التي تحمي المستثمر (حبش، 1998، ص174).
  - 5- إن حقوق الخيار تقدم للمضارب قوة رافعة كبيرة بحيث يستطيع الحصول على حق شراء عملات ذات قيمة مالية كبيرة وتحقيق أرباح كبيرة بمبالغ صغيرة والتي تمثل حق الخيار.
  - 6- لقد قدمت حقوق الخيار بعداً جديداً للأدوات المالية، حيث أصبح بالإمكان المتاجرة بتقلبات الأسعار نفسها والمتاجرة بمؤشرات أسواق المال (الحناوي، 1997، ص321).

### رابعاً: أركان عقود الخيارات ( Botman, 2000,124 ) :

- 1- مشتري الخيار Buyer: وهو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار سواء كان حق خيار شراء أو بيع.
- 2- محرر الخيار writer: هو الشخص الذي يقوم بتحرير عقد الخيار لصالح المستثمر أو (مشتري العقد).
- 3- سعر التنفيذ Exercise or Strike Price: هو السعر الذي يتم به تنفيذ العقد ويتم تحديده عند إبرام العقد وعادة ما يكون هو السعر الجاري للأصل في السوق.
- 4- تاريخ التنفيذ Exercise Date: هو التاريخ الذي يتم فيه تنفيذ العقد (محسن، 2006، ص75).
- 5- العلاوة أو المكافأة Premium: هو مبلغ متفق عليه يقوم مشتري حق الخيار بدفعه لمحرر العقد مقابل ان يكون لمشتري الخيار الحق في تنفيذ العقد او عدم تنفيذ العقد، وان هذا المبلغ لا يمكن إسترداده في أي حال (Margrethe, 2009, 19).

## خامساً : محددات أسعار خيارات العملة:

### 1- القيمة السوقية للعملة :

إذا كانت التوقعات تشير إلى ارتفاع القيمة السوقية للعملة في السوق الحاضر، فإن سعر اختيار الشراء سوف يميل إلى الارتفاع، بينما يميل سعر اختيار البيع إلى الانخفاض، "أن القيمة السوقية للعملة محل الاختيار ذاتها تؤثر على مقدار المكافأة التي يحصل عليها المحرر، فالمخاطر (الخسائر المحتملة) المصاحبة لتحرير اختيار على عملة قيمتها في السوق الحاضر مرتفعة تفوق المخاطر المصاحبة لتحرير اختيار على عملة قيمتها في السوق الحاضر المنخفضة (سودة، 2006، ص137).

### 2- سعر التنفيذ للخيار:

لسعر الممارسة أو التنفيذ للاختيار علاقة مع قيمة الاختيار، فلكل من القيمة السوقية للعملة وسعر التنفيذ اثر على قيمة المكافأة الخاصة للاختيار، فاختيار الشراء ذو سعر التنفيذ المنخفض أكثر تكلفة من اختيار الشراء ذو سعر التنفيذ المرتفع، ويختلف اختيار البيع بحيث اختيار البيع ذو سعر التنفيذ الأعلى يعد أكثر تكلفة.

### 3- تاريخ التنفيذ:

يقصد بتاريخ التنفيذ المدة المتبقية في حياة الخيار، فعند بلوغ اليوم الأخير لصلاحية الاختيار تكون قيمته الضمنية أو الذاتية أي الحد الأدنى لقيمه **Floor or minimum Value** مساوية لقيمه السوقية **Market Value** وبذلك يكون للمدة المتبقية من حياة الخيار تأثير على القيمة الزمنية للخيار، و (القيمة الزمنية) عبارة عن الفرق بين القيمة السوقية للخيار وقيمه الذاتية والتي سوف تساوي صفر عند بلوغ تاريخ انتهاء صلاحية الخيار، أي أنه ليس للخيار قيمة زمنية في نهاية تاريخ التنفيذ له، وكلما امتدت تلك الفترة الزمنية ارتفعت القيمة الزمنية للخيار.

### 4- درجة التقلب في أسعار العملات:

يشار إلى درجة التقلب أو التغير في أسعار العملات بالحساسية مع بقاء الظروف كما هي كلما زادت درجة حساسية سعر العملة للتغير كلما ارتفعت أسعار عقود الخيار (الجمال، 2002، ص145)، ومن الممكن تعريف درجة تقلب الأسعار بأنها سرعة تذبذب سعر العملة وهي الأرقام الإحصائية لتذبذب سعر عملة صعوداً أو هبوطاً خلال فترة معينة، لذا فإن الارتفاع بأسعار عقود الاختيار يتناسب مع سرعة هذه التقلبات. فإذا كانت نسبة تذبذب الأسعار عالية وبتجاه الصعود على سبيل المثال، فإن أسعار شراء عقود الشراء ترتفع، ويتبع ذلك أسعار حقوق البيع التي تنخفض تبعاً لارتفاع أسعار عقود الشراء.

## سادساً: أنواع عقود الخيارات:

لعقود الخيارات أنواع تختلف باختلاف معيار التصنيف وكما يلي:-

أ- من حيث موعد التنفيذ: هناك نوعان هما:

1- عقد الخيار الأمريكي **American Option**: هو عقد يتيح للمستثمر حق شراء او بيع عدد محدود من الاوراق المالية بسعر متفق عليه مقدما على ان يتم تنفيذ هذا العقد في أي وقت خلال الفترة الممتدة منذ إبرام العقد وحتى التاريخ المحدد لإنتهائه (رمضان، 2007، 92).

2- عقد الخيار الاوروبي **European Option**: فهو تماما مثل الخيار الأمريكي ما عدا ان التنفيذ غير مسموح به ولا يتم إلا في تاريخ إنتهائه.

ب- من حيث طبيعة العقد: هناك نوعان هما:

### 1-عقد خيار الشراء **Call Option**:

إذا ما توقع احد المستوردين ارتفاع سعر صرف العملة التي سيدفع بها ثمن مبيعاته في الاسواق لسبب من الاسباب فقد يبادر الى شراء عقد خيار يعطيه الحق في شراء عدد من وحدات تلك العملة في او قبل تاريخ معين وبسعر متفق عليه مسبقا، ويظل يراقب اسعار صرف تلك العملة فإذا ما ارتفعت فإنه سوف يمارس حقه في الشراء بالسعر المتفق عليه شرط ان يتم التنفيذ قبل أو في التاريخ المحدد إذا كان العقد امريكي او في التاريخ المحدد إذا كان العقد اوروبي، ويكون بذلك قد مارس حقه ويجب على محرر العقد **Option Writer** ان يقبل بالتنفيذ حتى لو كان سيحقق خسارة (بدوي، 197، 2001). اما إذا حل تاريخ التنفيذ **Expirate Date** وانخفضت اسعار الصرف للعملة دون السعر المحدد في العقد فإن حامل العقد لديه الحق في ان يختار عدم تنفيذه ولا يستطيع محرر العقد ان يجبره على التنفيذ وإنما سيحتفظ بعلاوة الخيار.

## 2- عقد خيار البيع Put Option:

يقوم التاجر المصدر بالتحوط لحماية نفسه من مخاطرة انخفاض اسعار صرف العملات التي سيقبض بها ثمن مبيعاته للخارج وذلك بشراء عقد حق خيار بيع، اي بيع عدد محدد من وحدات عملة معينة بسعر معين قبل أو في تاريخ محدد لطرف آخر هو محرر العقد (Colb,1997, 167).  
فإذا ما إنخفض سعر العملة في السوق الى مستوى اقل من السعر المحدد في عقد الخيار فإن حامل العقد يمارس حقه في البيع لمحرر العقد بسعر التنفيذ المتفق عليه ،وعلى محرر العقد ان يشتري بذلك السعر، اما إذا ارتفع سعر صرف العملة إلى اعلى من السعر المحدد فإن حامل العقد لن يمارس حقه وتكون خسارته عبارة علاوة الخيار فقط(Interim Report,2008,35).

### المحور الثالث : التحوط باستخدام أنواع عقود خيارات صرف العملات

يواجه المتعاملون في أسواق الصرف الأجنبي مخاطر كبيرة من جراء تغير أسعار صرف العملات المختلفة، والتي تحدث فجأة وبحدة في كثير من الأحيان، فذلك لجأ اولئك المتعاملون الى مجموعة من الأدوات التي تستخدم للتحوط من مخاطرة أسعار الصرف الأجنبي، وهذه الأدوات هي العقود الآجلة، المستقبلية، الخيارات والمبادلات ، وتعد هذه الأدوات من اهم التقنيات الفعالة والكفوة لتخفيض المخاطرة من خلال عملية التحوط. (محسن،2006،ص222)

وسيركز هذا البحث على عقود خيارات صرف العملات باعتبارها الأداة التي لا تثبت الأسعار كالعقود الآجلة أو عقود المستقبلية إنما تحمي اولئك الذين يشترونها ضد تحركات الأسعار غير المؤاتية وفي الوقت عينه تتيح لهم إمكانية تحقيق الربح من تحركات الأسعار المؤاتية.

وعقود خيارات العملة هي عقود تعطي الحق لحاملها ببيع أو شراء عملة اجنبية بسعر صرف متفق عليه مسبقا وبتاريخ مستقبلي محدد مقابل مبلغ يقوم بدفعه مشتري الحق لمحرر العقد يسمى علاوة (premium)، وإن مشتري الخيار لا يكون ملزما بتنفيذ العقد ان لم يكن التنفيذ لصالحه بينما محرر العقد يكون ملزما بالتنفيذ إذا رغب المشتري بذلك، وفي حالة عدم تنفيذ العقد ستكون خسارة مشتري الخيار معلومة ومساوية لقيمة العلاوة،ويمكن استخدام عقود الخيارات في التحوط من مخاطر تقلب أسعار صرف العملات من خلال نوعين من الخيارات هما(CIG,2004,22):

### 1- عقد خيار الشراء Call Option:

يستخدم هذا النوع للتحوط من مخاطر ارتفاع أسعار الصرف للعملات وهو النوع الذي يستخدمه مشتروا العملة لغرض دفع ثمن بضاعتهم المستوردة ويتضمن الدخول في عقد خيار لشراء عدد وحدات محدد بسعر تنفيذ محدد وتاريخ مستقبلي محدد، وإن الأرباح أو الخسارة الناتجة عن هذا العقد يمكن تحديدها كالاتي: (رمضان،2007،ص94).

الربح أو الخسارة = عدد وحدات العملة (سعر التنفيذ عند إبرام العقد - سعر العملة في السوق) - علاوة الخيار .....(1)

إذا ما توقع التاجر المستورد ارتفاع سعر الصرف للعملة محل التعاقد التي سيشتري بها بضاعته في الاسواق لسبب من الاسباب فقد يبادر للتحوط من مخاطرة ارتفاع أسعار الصرف لتلك العملة وذلك بشراء عقد خيار يعطيه الحق في شراء عدد وحدات من تلك العملة في او قبل تاريخ معين وبسعر متفق عليه مسبقا، ويظل يراقب اسعار صرف تلك العملة فإذا ما ارتفعت اسعار الصرف الى مستوى اعلى من سعر التنفيذ المتفق عليه، فيقوم التاجر المستورد (مشتري الخيار) بتنفيذ العقد بالسعر المتفق عليه والذي يقل عن سعر العملة في السوق بتاريخ التنفيذ ، وبالتالي فإنه لن يتحمل أية تكاليف إضافية لشراء العملة التي سيستورد بها بضاعته ويتجنب الخسائر الناتجة عن ارتفاع الأسعار شرط ان يتم التنفيذ قبل او في التاريخ المحدد إذا كان العقد امريكيا او في التاريخ المحدد إذا كان العقد اوروبيا، ويكون بذلك قد مارس حقه ويجب على محرر العقد Option Writer ان يقبل بالتنفيذ وإن كان سيحقق خسارة(CFTC,2003,16).

أما في حال إنخفضت اسعار الصرف للعملة محل التعاقد في السوق عند التنفيذ عن السعر المحدد في العقد فإن حامل العقد لن يمارس حقه في الشراء وسيترك العقد لتنتهي صلاحيته، ويقوم بشراء العملة من السوق الفوري وبذلك سيتمكن من الإفادة من انخفاض اسعار الصرف للعملة محل التعاقد ومن ثم تخفيض تكاليف شراء العملة الاجنبية مما يؤدي الى تحقيق أرباح إضافية لحامل العقد، وتتحدد قيمة ربحه الصافي عن هذا العقد بطرح قيمة العلاوة التي دفعها لمحرر العقد لقاء تحمله المخاطرة من الأرباح الإجمالية وتكون خسارة محرر العقد مساوية لنفس المبلغ(هندي،2003، 89).

أي إن حامل الخيار سوف ان يتحمل أية خسائر ناتجة عن ارتفاع أسعار صرف العملة محل التعاقد سوى مبلغ العلاوة ، لكنه في نفس الوقت سيتمكن من تحقيق أرباح إضافية عند انخفاض أسعار صرف العملة محل التعاقد.

لتوضيح فكرة التحوط نفترض أن أحد المستوردين يريد شراء منتجات صوفية من امريكا في أول كانون الأول وقام بفتح اعتماد مستندي بمبلغ 100000 دولار امريكي لاستيراد هذه المنتجات على أن يكون

التسديد عند شحن البضاعة بعد ثلاثة شهور أي في أول نيسان، وإن المستورد كان يتوقع ارتفاع سعر الصرف للدولار الأمريكي الذي كان يبلغ في أول كانون الأول 1200 دينار فللتحوط من مخاطرة ارتفاع اسعار الصرف للدولار على المستورد أن يقوم بشراء حق خيار شراء العملة الأجنبية (الدولار) بسعر تنفيذ 1200 دينار للدولار الواحد مقابل علاوة قدرها 20 دينار للدولار الواحد وبذلك يمكنه (تحويط) تغطية الخسارة في حالة ارتفاع سعر صرف الدولار الأمريكي في أول نيسان والإفادة أيضا في حالة انخفاض سعر الصرف، إذ يكون للمستورد الحق في شراء الدولار الأمريكي بسعر 1200 دينار بعد ثلاثة شهور دون أن يكون ملزما بذلك قانونا. فإذا بلغ سعر الصرف الحاضر للدولار الأمريكي في أول نيسان 1300 دينار فإن المستورد سوف يمارس حقه في شراء الدولار بسعر 1200 دينار وبالتالي فإنه لن يتحمل أية تكاليف إضافية لشراء الدولار ويتجنب الخسائر التي كان من الممكن ان يتكبدها لولا الدخول بعقد خيار شراء العملة وستكون خسارته مساوية لمبلغ العلاوة (20 × 100000 دولار = 2000000 دينار)، أما إذا انخفض سعر صرف الدولار إلى 1100 دينار فإن المستورد لن يمارس حق الخيار، إذ سيكون باستطاعته شراء الدولار من السوق الفوري في أول نيسان بسعر 1100 دينار فقط لكل دولار بدلا من سداد 1200 دينار لكل دولار طبقا لعقد الخيار ، وبالتالي سيتمكن من الاستفادة من فرصة تخفيض تكاليف شراء الدولار الأمريكي ومن ثم الحصول على ارباح إضافية تبلغ قيمتها [ 100000(1200 - 1100) - 200000 = 800000 ] نتيجة لانخفاض أسعار صرف الدولار الأمريكي ، وتكون خسارة محرر العقد مساوية لنفس المبلغ (الباحث).

## 2- عقد خيار البيع Put Option:

كما يقوم التاجر المصدر بالتحوط لحماية نفسه من مخاطرة انخفاض اسعار صرف العملات التي سيقبض بها ثمن مبيعاته للخارج وذلك بشراء عقد حق خيار بيع اي بيع عدد محدد من العملة محل التعاقد بسعر معين قبل أو في تاريخ محدد لطرف آخر هو محرر العقد (رمضان، 93، 2007). وإن الأرباح الناتجة عن هذا العقد يمكن تحديدها باستخدام المعادلة (1) مع عكس الأسعار.

فإذا ما إنخفض سعر صرف العملة محل التعاقد في السوق الى مستوى اقل من السعر المحدد في عقد الخيار فإن حامل العقد يمارس حقه في البيع لمحرر العقد بسعر التنفيذ المتفق عليه في العقد ، وعلى محرر العقد ان يشتري بذلك السعر وبالتالي فلن يتحمل أية خسائر ناتجة عن انخفاض أسعار صرف العملة محل التعاقد سوى مبلغ العلاوة.

اما إذا ارتفع سعر صرف لعملة محل التعاقد في السوق عند التنفيذ إلى اعلى من السعر المحدد فإن حامل العقد لن يمارس حقه في البيع وسيقوم ببيع العملة في السوق وبذلك سيتمكن من الاستفادة من فرصة تحقيق الأرباح الناتجة عن ارتفاع أسعار الصرف للعملة محل التعاقد والتي تساوي فارق الأسعار مضروبا في عدد وحدات العملة ناقصا علاوة الخيار وتكون خسارة محرر العقد مساوية لنفس المبلغ.

أي إن حامل الخيار سوف لن يتحمل أية خسائر ناتجة عن انخفاض أسعار صرف العملة محل التعاقد سوى مبلغ العلاوة ، لكنه في نفس الوقت سيتمكن من تحقيق أرباح إضافية عند ارتفاع أسعار صرف العملة محل التعاقد.

لتوضيح فكرة التحوط نفترض أن أحد المصدرين يريد بيع منتجات صوفية إلى امريكا في أول كانون الأول بمبلغ 100000 دولار امريكي على أن يكون التسديد بعد ثلاثة شهور أي في أول نيسان، وإن المصدر كان يتوقع انخفاض سعر الصرف للدولار الأمريكي الذي كان يبلغ في أول كانون الأول 1200 دينار فللتحوط من مخاطرة انخفاض اسعار الصرف للدولار على المصدر أن يقوم بشراء حق خيار بيع العملة الأجنبية (الدولار) بسعر تنفيذ 1200 دينار للدولار الواحد مقابل علاوة قدرها 20 دينار للدولار الواحد وبذلك يمكنه (تحويط) تغطية الخسارة في حالة انخفاض سعر صرف الدولار الأمريكي في أول نيسان والإفادة أيضا في حالة ارتفاع سعر الصرف، إذ يكون للمصدر الحق في بيع الدولار الأمريكي بسعر 1200 دينار بعد ثلاثة شهور أي في أول نيسان دون أن يكون ملزما بذلك قانونا. فإذا بلغ سعر الصرف الحاضر للدولار الأمريكي في أول نيسان 1100 دينار فإن المصدر سوف يمارس حقه في بيع الدولار بسعر 1200 دينار وبالتالي فإنه لن يتحمل أية خسائر كان من الممكن ان يتكبدها لولا الدخول بعقد خيار شراء العملة وستكون خسارته مساوية لمبلغ العلاوة فقط والتي ستبلغ (20 × 100000 دولار = 2000000 دينار)، أما إذا ارتفع سعر صرف الدولار إلى 1300 دينار فإن المصدر لن يمارس حق الخيار، إذ سيكون باستطاعته بيع الدولار في السوق الفوري في أول نيسان بسعر 1300 دينار للدولار الواحد بدلا من بيعه بسعر 1100 دينار لكل دولار طبقا للعقد ، وبالتالي سيتمكن من الاستفادة من فرصة تحقيق أرباحا إضافية تبلغ قيمتها [ 100000(1300 - 1200) - 200000 = 800000 ] نتيجة لارتفاع أسعار صرف الدولار الأمريكي ، وتكون خسارة محرر العقد مساوية لنفس المبلغ (الباحث).

## المبحث الثالث الجانب العملي

### استخدام عقود خيارات العملات لتحويط مخاطر أسعار الصرف

إن التقلب المستمر في الاسعار الفورية للدولار الأمريكي يؤدي الى التقلب في الأرباح والخسائر الناتجة عن إستيراد وتصدير السلع والبضائع، ولكون العراق بلدا غالبا ما يكون مستوردا للسلع والبضائع يخشى من إرتفاع أسعار الصرف للدولار الأمريكي، إذ ان الإرتفاع في الاسعار الفورية لن يكون في مصلحة المستورد العراقي، وعليه فمن الأفضل له الدخول في عقود خيار العملة من اجل التخلص من تلك المخاطرة وذلك عن طريق تثبيت أسعار الصرف للدولار عن طريق التعاقد على شراء الدولار بسعر محدد الآن لتخفيض الخسائر الناتجة عن إرتفاع أسعار صرف الدولار مقابل الدينار العراقي.

وعليه سيتم استخدام إستراتيجيات التحوط لعقود خيارات العملة التي تحمي مستوردي السلع والبضائع من مخاطرة إرتفاع اسعار صرف الدولار مقابل الدينار العراقي، وهناك إستراتيجيتين لإستخدام عقود خيارات العملة لتحويط مخاطر أسعار الصرف للدولار الأمريكي وهما:- إستراتيجية شراء عقود خيار الشراء **Call Option** والتي يتم إستخدامها من قبل مستوردي السلع والبضائع أي الطرف الذي يقوم بالشراء من اجل التحوط من مخاطرة إرتفاع أسعار صرف الدولار عن طريق خيار الشراء.

أما إستراتيجية شراء عقود خيار البيع **Put Option** فتستخدم من قبل مصدري السلع والبضائع من اجل تثبيت أسعار صرف الدولار للتخلص من مخاطرة إنخفاض اسعار صرف الدولار مقابل الدينار العراقي وذلك للحفاظ على مستوى العوائد التي سيقبضها ثمنا لمبيعاته. وبما أن العراق بلدا غالبا ما يكون مستوردا للسلع فسيتم استخدام إستراتيجية شراء خيار الشراء **Call Option** من اجل التحوط ضد مخاطرة إرتفاع أسعار الصرف للدولار الأمريكي.

وسيتم التحوط على اساس كل ثلاثة اشهر طالما ان إستحقاق عقود خيارات العملة هو ثلاثة اشهر، إذ سيتم تحويط مخاطرة أسعار صرف الدولار في شهر (كانون الثاني) باستخدام عقد الخيار لشهر (نيسان)، إذ سيتم التعاقد في شهر (كانون الثاني) مع الطرف الاخر (البائع) على شراء مبلغ (1000000) دولار بسعر (1226) بتاريخ تنفيذ (30 نيسان) على أن يستلم علاوة مخاطرة قدرها (10%) من قيمة التغير في قيمة العقد بتاريخ التنفيذ وهكذا لبقية الأشهر.

وسيكون هناك (9) عقود خيار لتحويط مخاطر أسعار الصرف للدولار الأمريكي خلال المدة المفترضة للدراسة من (كانون الثاني الى كانون الأول للعام 2013)، وسيعرض الجدول (1) نتائج استخدام عقود خيارات العملة في تحويط مخاطر أسعار صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار العراقي.

#### جدول (1)

نتائج استخدام عقود خيارات العملة في تحويط مخاطر أسعار صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار العراقي

الأشهر	1	2	3	4	5	6	7	8	5-7=8
	عدد وحدات الدولار	سعر التنفيذ عند إبرام العقد	سعر السوق عند تنفيذ العقد	ربح أو خسارة الدولار الواحد	ربح أو خسارة العقد قبل طرح العلاوة	نسبة علاوة الخيار	قيمة علاوة الخيار للعقد	ربح أو خسارة العقد بعد طرح العلاوة	
نيسان	1000000	1226	1268	-42	-42000000	10%	4200000	-37800000	
ايار	1000000	1230	1270	-40	-40000000	10%	4000000	-36000000	
حزيران	1000000	1255	1239	16	16000000	10%	1600000	14400000	
تموز	1000000	1268	1219	49	49000000	10%	4900000	44100000	
أب	1000000	1270	1210	60	60000000	10%	6000000	54000000	
أيلول	1000000	1239	1211	28	28000000	10%	2800000	25200000	
تشرين 1	1000000	1219	1220	-1	-1000000	10%	100000	-900000	
تشرين 2	1000000	1210	1219	-9	-9000000	10%	900000	-8100000	
كانون 1	1000000	1211	1221	-10	-10000000	10%	1000000	-9000000	

من نتائج استخدام عقود خيارات العملة كما هو موضح في الجدول (1)، يلاحظ إنه لولا الدخول في عقد خيار العملة لشهري (نيسان وأيار) لتكبد حامل الخيار (المستورد) خسارة قدرها (-42، -40) دينار عراقي لكل دولار امريكي على التوالي، وقد بلغت الخسارة الإجمالية (-42000000، -40000000) مليون دينار على التوالي نتيجة لإرتفاع أسعار صرف الدولار الأمريكي في شهري (نيسان وأيار)، ولكن من خلال الدخول في عقد خيار العملة فإن حامل الخيار (المستورد) سوف يمارس حقه في شراء الدولار بسعر (1230، 1226) لعقدي نيسان وأيار وبالتالي لن يتحمل اية تكاليف إضافية لشراء الدولار وبالتالي ستكون خسارته مساوية لمبلغ العلاوة والبالغة قيمتها (420000) و(4000000) لشهري (نيسان وأيار) على التوالي ويعتبر هذا المبلغ خسارة معلومة ومحددة مسبقا بالنسبة لحامل العقد (المستورد)، أما ماتبقى

من قيمة الخسارة سيتحملها (محرر العقد) والبالغة (37800000، -36000000) لشهري نيسان وآيار على التوالي بعد طرح مبلغ العلاوة.

كما يلاحظ إن استخدام عقود خيارات العملة للأشهر (حزيران وتموز وآب وأيلول) قد حقق ارباحا لحامل العقد (المستورد) نتيجة لإخفاض أسعار صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار العراقي وذلك من خلال عدم تنفيذ تلك العقود والقيام بشراء الدولار من السوق الفوري بالأسعار السائدة في تاريخ تنفيذ تلك العقود وذلك من خلال عدم تنفيذ تلك العقود والقيام بشراء الدولار من السوق الفوري بالأسعار السائدة في تاريخ تنفيذ تلك العقود وقد بلغت ارباح حامل العقد أي المستورد (16، 49، 60، 28) دينارا للدولار الواحد على التوالي، وقد بلغت الأرباح الإجمالية (14400000، 44100000، 54000000، 25200000) مليون دينار على التوالي بعد طرح قيم العلاوة البالغة (1600000، 4900000، 6000000، 2800000) المدفوعة للطرف الثاني.

كما يلاحظ إنه لولا الدخول في عقد خيار العملة للأشهر (تشرين الأول وتشرين الثاني وكانون الأول) لتكبد حامل الخيار (المستورد) خسارة قدرها (-1، -9، -10) دينار عراقي لكل دولار امريكي على التوالي، وقد بلغت الخسارة الإجمالية (-1000000، -9000000، -10000000) مليون دينار على التوالي نتيجة لإرتفاع أسعار صرف الدولار الأمريكي في الأشهر (تشرين الأول وتشرين الثاني وكانون الأول)، ولكن من خلال الدخول في عقد خيار العملة فإن حامل الخيار (المستورد) سوف يمارس حقه في شراء الدولار بسعر (1219، 1210، 1211) لعقود الأشهر تشرين الأول وتشرين الثاني وكانون الأول وبالتالي لن يتحمل اية تكاليف إضافية لشراء الدولار وبالتالي ستكون خسارته مساوية لمبلغ العلاوة والبالغة قيمتها (100000) و (900000) و (1000000) للأشهر (تشرين الأول وتشرين الثاني وكانون الأول) على التوالي ويعتبر هذا المبلغ خسارة معلومة ومحددة مسبقا بالنسبة لحامل العقد (المستورد)، أما ما تبقى من قيمة الخسارة سيتحملها (محرر العقد) والبالغة (-9000000، -8100000، -9000000) (تشرين الأول وتشرين الثاني وكانون الأول) بعد طرح مبلغ العلاوة.

نستنتج من التحليل اعلاه إن استخدام عقود خيارات العملة في تحويط مخاطرة أسعار صرف الدولار الأمريكي بالنسبة للمستوردين العراقيين يكون مجديا سواء في حالة إرتفاع أو إنخفاض أسعار صرف الدولار الأمريكي لكونها تقوم بتثبيت أسعار صرف الدولار مما يؤدي إلى التخلص من الخسارة التي كان من الممكن تحملها عند إرتفاع أسعار صرف الدولار عن السعر المتفق عليه في عقود الخيار لولا الدخول في عقود خيارات العملة لشراء الدولار الأمريكي، أما في حالة إنخفاض أسعار صرف الدولار عن السعر المتفق عليه في عقد الخيار فإن حامل الخيار (المستورد) سوف لن يمارس حقه بتنفيذ الخيار وسيقوم بشراء الدولار من السوق الفوري بالسعر السائد في وقت تنفيذ العقد مما يؤدي إلى تحقيقه ارباحا إضافية وستكون خسارته عبارة عن علاوة المخاطرة المدفوعة للطرف الثاني (محرر العقد).

كما نلاحظ إن الأرباح الإجمالية التي تم تحقيقها خلال مدة الدراسة نتيجة لإستخدام عقود خيارات العملة لتحويط مخاطرة أسعار الصرف للدولار الأمريكي قد بلغت (137,700,000) مليون دينار، وذلك من خلال قيام عقود الخيارات بتثبيت أسعار صرف الدولار، وبالتالي الإفادة من إنخفاض أسعار صرف الدولار وتحقيق ارباحا إضافية، أما الخسارة الإجمالية الناتجة عن استخدام عن استخدام عقود خيارات العملة لتحويط مخاطرة أسعار صرف الدولار الأمريكي فقد بلغت (-91,800,000) مليون دينار خلال مدة الدراسة متمثلة بعلاوات الخيارات المدفوعة لمحرر الخيار، ويلاحظ إن النتيجة النهائية لإستخدام عقود خيارات العملة لتحويط مخاطرة أسعار صرف الدولار هي تحقق الأرباح بالنسبة للمستورد العراقي، إذ بلغت قيمة الأرباح الصافية (45,900,000) مليون دولار خلال مدة الدراسة وذلك لأن قيمة التغير في أسعار صرف الدولار تجاه الإنخفاض أكثر من قيمة تغيرها تجاه الإرتفاع خلال مدة الدراسة.

## المبحث الرابع

### الاستنتاجات والنوصيات

#### أولاً: الإستنتاجات:

- 1- إن استخدام عقود خيارات العملة من قبل مستوردي ومصدري البضائع يتيح لهم إمكانية التحوط من مخاطرة اسعار صرف العملات، وبذات الوقت تمكنهم من الإفادة من تقلبات أسعار صرف العملات التي تكون لصالحهم.
- 2- إن استخدام عقود خيارات العملة تمكن أولئك الذين يشترونها من تحقيق أرباح غير محدودة مقابل مخاطرة محدودة ومعلومة سلفا ومساوية لعلاوة الخيار، أما بالنسبة لمحرري عقود خيارات العملة فسيحققون أرباحا محدودة مقابل تحمل مخاطر محتملة غير محدودة، وإن أرباح وخسائر الطرفين ستكون متساوية.
- 3- إن استخدام عقود خيار شراء العملة من قبل مستوردي البضائع يؤدي إلى تخفيض مخاطرة إرتفاع أسعار الدولار الأمريكي عن طريق تثبيت اسعار الصرف للدولار في المستقبل، وبذات الوقت تؤدي إلى تحقيق أرباحا غير محدودة عند إنخفاض أسعار صرف الدولار الأمريكي عن سعر التنفيذ عند تاريخ الإستحقاق.

- 4- إن استخدام عقود خيار بيع العملة من قبل مصدري البضائع يؤدي إلى تخفيض مخاطرة إنخفاض أسعار صرف الدولار الأمريكي عن طرق تثبيت أسعار صرف الدولار في المستقبل، وبذات الوقت تؤدي إلى تحقيق أرباحاً غير محدودة عند ارتفاع أسعار صرف الدولار عن سعر التنفيذ عند تاريخ الإستحقاق.
- 5- عدم وجود تبادل فعلي للاصل موضع عقد الخيار بين البائع والمشتري وعدم تملك البائع للاصل.

### ثانياً: التوصيات:

- 1- إيجاد بيئة مناسبة من حيث المعلومات والمؤشرات الخاصة بأسعار صرف العملات من أجل تهيئة المناخ لتطبيق عقود خيارات العملة في تحوير مخاطرة أسعار صرف العملات.
- 2- نوصي جميع المؤسسات دولية النشاط بإستحداث إدارة (في حال لم تكون هناك إدارة) تتولى متابعة تطورات أسعار الصرف للعملات وما تحمله معها من مخاطر من أجل إتخاذ الإجراءات الكفيلة لتجنبها أو الحد منها.
- 3- من أجل التخلص من مخاطرة ارتفاع أسعار الصرف للدولار الأمريكي نوصي الشركات المستوردة بالدخول بعقود خيارات شراء العملة عند إستيراد البضائع وذلك لتخفيض مخاطرة أسعار الصرف للدولار الأمريكي.
- 4- أما بالنسبة لمصدري البضائع فنوصي بإستخدام عقود خيارات بيع العملة لتخفيض مخاطرة إنخفاض أسعار صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار العراقي.
- 5- نوصي المؤسسات دولية النشاط بالأخذ بنتائج هذا البحث الذي أثبت إن عقود خيارات العملة تؤدي إلى تخفيض مخاطرة أسعار صرف العملات للمستوردين والمصدرين على حدٍ سواء، وكذلك إمكانية الإفادة من تحركات الأسعار المناسبة لوضعهم في عقد الخيار.

### المصادر

#### أولاً: المصادر العربية:

##### أ-الكتب:

- 1- أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعزز للنشر والتوزيع، عمان- الأردن 2005.
- 2- الحناوي، محمد صالح، جلال إبراهيم العيد، بورصة الاسواق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية- الإسكندرية، 2002.
- 3- الحجار، بسام، نظام النقد العالمي واسعار الصرف - الطبعة الاولى- دار المنهل اللبناني- بيروت 2009.
- 4- الغالبي، عبد الحسين جليل، سعر الصرف وادارته (نظرية وتطبيقات) ، الطبعة الاولى - دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان - الاردن، 2011.
- 5- الجمل، جمال جويدان، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع- عمان، 2002.
- 6- بدوي، سيد طه، عمليات بورصة الأوراق المالية والفورية والأجلة من وجهة القانونية، دار النهضة العربية، 2001.
- 7- بوخاري، الحلو موسى، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع- لبنان، 2011.
- 8- حبش، محمد محمود، الأسواق المالية وادواتها المشتقة-تطبيقات عملية-بنك الأردن المحدود، 1998.
- 9- حماد، طارق عبد العال، ادارة المخاطر (افراد- ادارات- شركات- بنوك- مخاطرة الائتمان- الاستثمار والمشتقات واسعار الصرف)، الدار الجامعية- الاسكندرية، 2003.
- 10- رمضان، زياد، الإستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر- عمان، 2007.
- 11- مصطفى، احمد فريد، الاقتصاد النقدي والمصرفي، مؤسسة شباب الجامعة- الاسكندرية- مصر، 2009.
- 12- هندي، منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر- الجزء 2، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2003.

##### ب-الرسائل والأطاريح:

- 1- سودة، زاهرة يونس محمد، تنظيم عقود الإختيار في الأسواق المالية من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية، جامعة النجاح الوطنية، 2006.
- 2- محسن، سميرة، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية- دراسة حالة البنك BNP PARIBAS، جامعة منتوري- قسنطينة، 2006.
- 3- خرباش، منية، أثر مخطر سعر الصرف على اداء محفظة الأوراق المالية- دراسة حالة بورصتي عمان والسعودية لفترة 2010، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، 2012.
- 4- طارق، شوقي، أثر تغيرات أسعار الصرف على القوائم المالية، جامعة الحاج لخضر- باتنة، 2009.

### ثانيا : المصادر الإنكليزية:

#### Books:

- 1- Botman, Financial Risk Management, 2<sup>nd</sup> ., Harcourt, Brace, New York, 2000.
- 2- Chance, Don M., " An Introduction to Derivatives " 4<sup>th</sup> ed, Harcourt, Brace, New York, 1998.
- 3- Ealse, Brain A., " Financial Engineering " England, Macmillan, press 1<sup>st</sup> ,2000.
- 4- Kolb Robert W, Understanding Futures Markets, 5<sup>th</sup> ed., Blackwell Inc., 1997.

5- Howells, Peter and Keith Bain, "Financial Markets and Institutions", 3<sup>rd</sup> ed, England, Henry Ling LTD, 2000.

**Searches:**

- 1- CIG, Cornerston Investors Group, Introduction to Futures and Option, Understanding the mechanics, Florida, USA, 2004.
- 2- CFTC, commodity Futures trading commission Economic purposes of futures trading, 2003.
- 3- Margrethe Thine and Anderson, Commodities Risk Management, 2009
- 4- 4-Interim Report, ITF, Intergency Task Force on Task Force on Commodities Markets, 2008

**الملحق**

اسعار صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار العراقي للمدة  
( 1/1/2013 – 31/12/2013)

سعر الدولار	الاشهر
1226	كانون الثاني
1230	شباط
1255	آذار
1268	نيسان
1270	ايار
1239	حزيران
1219	تموز
1210	أب
1211	ايلول
1220	تشرين الأول
1219	تشرين الثاني
1221	كانون الأول

المصدر: البنك المركزي العراقي

.....  
.....  
.....