

مدیریت خلاق رویارویی با نوسانات ارزی

غلامرضا نظر بلند

وزارت امور خارجه

چکیده

سقوط نظام مبادلات ارزی با نرخ‌های ثابت و جایگزینی آن با نظام شناور ارزی، بازارهای پولی را با نوسانات شدید ارزی و تجارت بین‌الملل را با منبع جدیدی از خطر مواجه نمود. «مدیریت خطر رویارویی با نوسانات ارزی» رسالت مقابله با ضرر و زیان ناشی از افزایش یا کاهش نرخ ارز و افزایش یا کاهش ارزش آنرا بعهده دارد. این مدیریت در قالب مجموعه‌ای از تکنیک‌های گوناگون که اصطلاحاً به آن هجینگ (داد و ستد تأمین) می‌گویند، اعمال می‌شود.

اخیراً مفید بودن مطلق هجینگ بطور جدی مورد چالش واقع شده و گفته می‌شود که دست زدن به اقدامات تأمین می‌تواند همراه با ضایعاتی هم باشد که منتج به از دست دادن فرصتها شود. بنابراین، سئوالی مطرح می‌شود مبنی بر اینکه آیا توسل به اقدامات مزبور توجیه پذیر است؟

پاسخ این سئوال در گستره ادبیات سنتی خط مشی مدیریت نوسانات ارزی که فقط مبتنی بر دو گزینه است (هجینگ و اسپیکولاسیون) یابطور مطلق مثبت است و یابطور مطلق منفی. این درحالی است که می‌توان به گزینه ثالثی که نسبی است قائل شد. گزینه‌ای که بموجب آن ضمن آنکه اقدامات تأمین جایگاه خریش را داراست، کسب درآمد از محل نوسانات ارزی نیز تحت چهارچوب‌های لازم مجاز و قابل حصول است.

از آنجا که تحدید خط مشی مدیریت نوسانات ارزی به دو گزینه مزبور عمدتاً ناشی از غیر شفاف بودن مفاهیم و تعاریف مربوطه است، لذا در این نوشتار سعی شده تا با ارائه

تعاریفی شفاف از واژه های کلیدی چون هجینگ و اسپیکولاسیون، سد این محدودیت شکسته شود و با قائل شدن به گزینه ثالث، «خط مشی مبتنی بر مدیریت خلاق نوسانات ارزی» را رقم زند و در ادامه ویژگیهای آن را برشمارد و به این ترتیب قدمی در اصلاح و نوین سازی ادبیات سنتی موضوع که نیازمند تحولی جدی است، بردارد.

واژه های کلیدی

مدیریت خلاق - نوسانات ارزی

مقدمه

سقوط نظام مبادلات ارزی با نرخهای ثابت در سال ۱۹۷۱ و جایگزینی آن با نظام ارزی شناور، که هم اینک نیز جاری است، بازارهای پولی را با نوسانات شدید ارزی مواجه و در نتیجه پیش بینی نرخ ارز برای مبادلات آینده را دشوار و تمام شرکتهایی که به فعالیتهای تجاری بین المللی اشتغال داشتند و طبعاً ارزهای خارجی را مورد استفاده قرار می دادند را بسیار آسیب پذیر نمود. این آسیب پذیری منبع جدیدی از خطر که اصطلاحاً «خطر رویارویی یا مواجهه با نوسانات ارزی»^(۱) خوانده می شود را برای تجارت بین الملل به ارمغان آورد.

مدیریت خطرات ناشی از نوسانات ارزی^(۲) که به اختصار مدیریت رویارویی^(۳) (با نوسانات ارزی) گفته می شود، هم اینک از جمله مباحث مهم در مالیه بین الملل می باشد و در شرکتهایی بین المللی و چند ملیتی تحت مدیریت خزانه داری قرار دارد. این نوع مدیریت با ضرر و زیان ناشی از افزایش یا کاهش نرخ ارز و افزایش یا کاهش ارزش آنها مقابله می کند. رشته اقدامات پیشگیرانه و حمایتی را که شرکتها در قالب مجموعه ای از تکنیکهای گوناگون بمنظور مقابله با تاثیر نوسانات ارزی بر گردش نقدی و ارزش دفتری خود صورت می دهند، هجینگ^(۴) یا داد و ستد تأمینی می گویند.

1 - Foreign Currency Risk Exposure

2 - Foreign Exchange Risk Management (FERM)

3 - Exposure Management

4 - Hedging

رواج شدید این نوع داد و ستد تأمین‌ی طی سالهای اخیر به حدی بوده که هم‌اینک بصورت جزء لاینفکی از تجارت بین‌الملل در آمده است.

با وجود مراتب فوق، اخیراً مفید و یا عبارتی خردمندانه بودن مطلق داد و ستد تأمین‌ی مورد شک و تردید جدی قرار گرفته است؛ چرا که بقولی هرچند که توسل به آن مانع از وارد شدن ضرر و زیان ناشی از نوسانات ارزی به شرکتهای مورد نظر می‌شود، اما از سوی دیگر آنها را از نفعی که در غیر اینصورت (عدم توسل به هجینگ) ممکن بود از همین نوسانات عاید شود، محروم می‌سازد (عدم النفع). عبارت دیگر هرچند که دست زدن به اقدامات تأمین‌ی از این قبیل می‌تواند در مواردی سودمند واقع شود، لیکن در موارد دیگری هم می‌تواند موجب از دست دادن فرصتها^(۱) گردد.

در اینجا سئوالی مطرح می‌شود مبنی بر اینکه آیا توسل به داد و ستد تأمین‌ی (هجینگ) توجیه پذیر است یا خیر؟ پاسخ مثبت به این سئوال می‌تواند بمعنای اولویت دادن به «اجتناب از آثار زیان بار احتمالی تغییرات ارزی» و پاسخ منفی به آن هم بمعنای قائل شدن اولویت برای «پرهیز از عدم النفع» (یا عبارتی به فراموشی سپردن هجینگ) باشد. اتخاذ چنین رویه‌ای (پرهیز از عدم النفع) ممکن است منجر به این شود که شرکتهای روی به سفته بازی (اسپیکولاسیون)^(۲) - حساب باز کردن روی صرف تغییرات مثبت ارزی و درآمدهای که میتوان از محل آن کسب کرد - آورند. در اینصورت الگوی رفتاری شرکتهای در برخورد با نوسانات ارزی فقط به دوگزینه مزبور (هجینگ و اسپیکولاسیون) محدود می‌شود که اولی متضمن رویکردی «بکلی احتیاط آمیز و محافظه کارانه» و دیگری «بکلی ریسک پذیر» (که به نوعی قمار می‌ماند) می‌باشد.

سئوال بسیار حائز اهمیتی که متبادر به ذهن می‌شود این است که آیا قائل شدن به چنین محدودیتی اجتناب ناپذیر است؟

رویکرد مبتنی بر عقلانیت تصمیم‌گیری و سیاست‌گذاری به این سئوال پاسخی منفی می‌دهد چراکه بموجب آن هرچند که بایستی خطرات اجتناب ناپذیر ناشی از نوسانات ارزی

۱- در اینجا مفهوم «فرصت» به گشایشی تعبیر می‌شود که بواسطه تغییرات مثبت ارزی، مثلاً کاهش (افزایش) ارزش پولی که بدهی (دارایی) شرکت مفروض به آن است، حاصل می‌شود.

(خطراتی که شرکت مورد نظر بخاطر ماهیت فعالیت خویش قهرأ و جبرأ با آنها روبروست) به حداقل رسد، لیکن زمینه استفاده از وجه بالقوه سودآور مواجهه با نوسانات ارزی را هم باید فراهم آورد تا بتوان از فواید احتمالی آن بهره گرفت.

با چنین رویکردی خط مشی مبتنی بر «مدیریت خلاق نوسانات رویارویی ارزی»^(۱) رقم زده می شود. این خط مشی با دوری جستن از یکسو نگریمهای دوگزینه مورد اشاره و در عوض با در پیش گرفتن راه اعتدال، اهداف سنتی برخاسته از هجینگ که همانا به حداقل رساندن خطرات ناشی از نوسانات ارزی است را با هدف استفاده از فرصتهایی که از همین نوسانات بدست می آید آشتی می دهد. پشتوانه منطقی این ظاهراً جمع ضدین را باید در این استدلال جستجو کرد که علاوه بر ریسک (منجمله ریسک نوسانات ارزی)، هزینه‌ها (منجمله هزینه فرصت از دست رفته)^(۲) را نیز باید به حداقل رساند. در این صورت به حداقل رساندن هزینه فرصت از دست رفته در گرو اتخاذ تدابیر و انجام اقداماتی است که هدف از آنها استفاده از فرصتهای ناظر بر کسب درآمد^(۳) است که می توان و باید از آنها بهره گرفت.

هدف از این نوشتار معرفی و برشمردن ویژگیها و ساز و کارهای آنچه که به آن «خط مشی مبتنی بر مدیریت خلاق نوسانات ارزی» نام داده شده است، می باشد. بدین منظور ابتدا با مروری گذرا بر ادبیات موضوع، مطالبی چند در رابطه با آن چون مواجهه شرکتهای بین المللی و چند ملیتی با اشکال گوناگون نوسانات ارزی، فرهنگ سازمانی در رابطه با شیوه برخورد با خطرات ناشی از اینگونه نوسانات و روشهای اندازه گیری آن، مدیریت رویارویی با نوسانات ارزی و اهداف آن، هجینگ و خط مشی مقابل آن، اسپیکولاسیون، توضیح داده می شود. سپس به تحلیل و نقد ادبیات موضوع پرداخته و در تلاش برای پاسخگویی به ضرورت ایجاد تحولی در این خصوص، به تبیین و تشریح موضوع می پردازیم.

1 - Proactive PERM

2 - Opportunity Cost

3 - Opportunity Gains

مروری بر ادبیات موضوع

رویارویی با نوسانات ارزی^(۱)

بطور کلی تغییر نرخ ارز شرکتهای بین‌المللی و چند ملیتی را در معرض خطرات احتمالی ناشی از آن قرار می‌دهد. این ابتلا را «رویارویی با نوسانات ارزی» و میزان تاثیر پذیری از آن را «میدان رویارویی با خطرات ناشی از نوسانات ارزی» می‌گویند.

رویارویی با نوسانات ارزی موجب عدم اطمینان می‌شود و به این ترتیب شرکتهای مزبور را بالقوه با خطر مواجه می‌سازد. میزان آسیب پذیری نسبت به این خطر، آنچه که دلالت بر نوسانات ارزی می‌کند، منابعی که این نوسانات از آنها ناشی می‌شوند و ... از جمله موضوعاتی هستند که سرفصلهای مدیریت رویارویی با نوسانات ارزی را تشکیل می‌دهند. این مدیریت در شرکتهای زیرمجموعه مدیریت خزانه‌داری بحساب می‌آید و با توجه به صیغه مالی و ماهیت فرامرزی آن در ادبیات موضوعی جزو مباحث مالیه بین‌الملل^(۲) قرار می‌گیرد.

اشکال گوناگون رویارویی با نوسانات ارزی

۱ - رویارویی تبدیل^(۳)

از آنجا که گستره فعالیت شرکتهای چند ملیتی کشورهای مختلف می‌باشد و در کشورهای خارجی این فعالیت‌ها به ارز محلی^(۴) صورت می‌گیرد و به همان ارز نیز در دفاتر مربوطه ثبت می‌شود، لذا انتقال آنها به دفاتر شرکت مادر (که کلیه ثبت‌ها به پول ملی انجام می‌شود) متضمن رویارویی با نوساناتی است که اصطلاحاً رویارویی با نوسانات ارزی ناشی از تبدیل ارزهای محلی به پول ملی به منظور انتقال حسابهای شرکتهای تابعه در کشورهای مختلف به حسابهای مربوطه در کشور مادر و یا به اختصار «رویارویی تبدیل» گفته می‌شود.

نظر به اینکه این نوع رویارویی با نوسانات ارزی صرفاً جنبه دفتری دارد و علی‌الظاهر تاثیری بر گردش نقدی و عملکرد شرکتهای ندارد، لذا بعضاً چنین نتیجه گرفته می‌شود که فاقد اهمیت بوده و نباید از آن بیم داشت.

1 - Foreign Exchange Exposure

2 - International Finance

3 - Translation Exposure

4 - Local Currency (LC)

۲ - رویارویی مبادلاتی^(۱)

چنانچه شرکت مورد نظر دارای مقداری وجوه دریافتی و یا پرداختی، وام و یا سرمایه‌گذاری به ارزهای محلی باشد در آنصورت هرگونه تغییری در نرخهای برابری آن ارزها به پول ملی موجب رویارویی آن شرکت با نوعی از نوسانات ارزی می‌شود که اصطلاحاً به آن رویارویی با نوسانات ارزی بواسطه مبادلات تجاری یا رویارویی مبادلاتی می‌گویند.

۳ - رویارویی اقتصادی^(۲)

تاثیر پذیری گردش نقدی آتی از تغییرات غیر قابل پیش‌بینی نرخ ارز در آینده را رویارویی اقتصادی با نوسانات ارزی می‌گویند. این نوع رویارویی، موقعیت رقابتی شرکتها در بازارهای گوناگونی که در آنها فعالیت دارند، و تولیدات و در نهایت ارزش اقتصادی آنها را تحت تاثیر قرار می‌دهد.

گفتنی است که رویارویی با نوسانات ارزی در اشکال اقتصادی و مبادلاتی آن متضمن تغییرات بالقوه و بالفعل در گردش نقدی می‌باشد.

جدول (۱) ویژگیهای انواع گوناگون رویارویی با نوسانات ارزی را نشان می‌دهد.

جدول ۱ - انواع رویارویی با نوسانات ارزی و ویژگی آنها

نوع رویارویی	دوره زمانی	ماهیت	نوع تغییر ارزی
رویارویی تبدیل	گذشته	کاغذی	اسمی
رویارویی مبادلاتی	حال و آینده	گردش نقدی	اسمی / واقعی
رویارویی اقتصادی	آینده	گردش نقدی	واقعی

فرهنگ سازمانی^(۳): شیوه مقابله با خطر

بطور کلی هر شرکت تجاری از منظر خاص خویش به پدیده ریسک می‌نگرد و بر این

1 - Transaction Exposure

2 - Economic Exposure

3 - Corporate Culture

اساس مقابله با چنین پدیده‌ای را تدارک می‌بیند و آن را توجیه می‌کند. بعنوان مثال درحالی‌که بعضی از شرکتها ریسک گریز هستند، بعضی دیگر در برابر ریسک راه تحمل پیشه می‌کنند و بنحوی پذیرای آن می‌شوند. آنها با چنین فرهنگی یا نسبت به وجه مثبت و منفی ریسک موضعی یکسان^(۱) اتخاذ می‌کنند و یا با چشم دوختن به وجه مثبت ریسک سودای کسب درآمدهای غیر متعارف در سر پروارنده، به سفته بازی (اسپیکولاسیون قمار گونه) روی می‌آورند.

اینکه شرکت مفروض حاضر به قبول ریسک غیر از آنچه بطور اجتناب پذیری با آن دست بگریبان است، می‌شود و یا نه و اینکه خط مشی آن شرکت بر کدامیک از گزینه‌های پوشش کامل، پوشش گزینشی، و عدم پوشش (که بعداً توضیح داده می‌شود) تعلق می‌گیرد، تابعی از فرهنگ حاکم بر سازمان در مواجهه با ریسک (بطور اعم) است.

در جدول (۲) نمونه و توجیهاتی چند در رابطه با اتخاذ شیوه‌های گوناگون برخورد با خطر نوسانات ارزی منجمله شیوه مورد نظر این نوشتار (برخورد خلاق) به اختصار فهرست شده‌اند.

جدول (۲) شیوه‌های گوناگون برخورد با خطر نوسانات ارزی همراه با نمونه و دلایل توجیهی آنها

الف - ریسک گریز	ب - ریسک پذیر	ج - شیوه برخورد خلاق
۱- معامله با ارزی که شرکت مورد نظر در فعالیتهای عادی تجاری خود با آن سروکار ندارد و در نتیجه در معرض نوسانات آن نیست، به منزله استقبال از خطر است که باید از آن پرهیز شود.	۱- ارز هم مانند کالا است که می‌تواند و باید مورد معامله قرار گیرد.	چنانچه سودی که از نوسانات ارزی نصیب می‌شود در مقام مقایسه با زیان بالقوه بیشتر ارزیابی شود، در آن صورت پذیرش میزان معینی ریسک قابل قبول است.
۲- اجتناب از معامله با ارزهای ضعیف نسبت به خرید ارزهای قوی بمنظور استفاده از منافع بالقوه آنها اولویت دارد.		

اهداف مدیریت نوسانات ارزی

اهداف مدیریت نوسانات ارزی دارای رابطه‌ای تعاملی با فرهنگ سازمانی و نوع نوساناتی که شرکت مفروض در معرض آن است، می‌باشد. بعنوان مثال چنانچه برای آن شرکت اجتناب از نشان دادن زیان در دفاتر و صورتهای مالی اهمیت خاصی داشته باشد، آنگاه هم و غم آن صرف مقابله با رویارویی تبدیل می‌شود. حال آنکه اگر حمایت و تقویت موقعیت رقابتی شرکت هدف اصلی آن باشد راههای مقابله با رویارویی اقتصادی اولویت یافته و منابع و امکانات لازم صرف مدیریت آن می‌شود.

در جدول (۳) اهداف مدیریت نوسانات ارزی ناظر به هر یک از اشکال سه‌گانه آن فهرست شده است.

جدول (۳) اهداف مدیریت اشکال سه‌گانه رویارویی با نوسانات ارزی در سطح بنگاه اقتصادی

الف - رویارویی تبدیل	ب - رویارویی مبادلاتی	ج - رویارویی اقتصادی
۱- تثبیت درآمدهای مورد گزارش و بازده سرمایه	بدور داشتن تعهدات قراردادی از بی آمدهای ناشی از تغییرات نرخ ارز	۱- افزایش گردش نقدی مورد انتظار
۲- تحقق ارقام بودجه فارغ از هرگونه سود یا زیانی		۲- تقویت موقعیت رقابتی شرکت مورد نظر در بازارهای جهانی
		۳- کاهش نوسانات گردش نقدی ناشی از تغییرات عمده نرخ ارز (تحقق گردش نقدی هموار و روان)

اندازه‌گیری ابعاد خطر رویارویی با نوسانات ارزی

از جمله اقدامات اولیه‌ای که بایستی قبل از اتخاذ هر سیاستی یا راهبردی به‌منظور مقابله با نوسانات ارزی صورت داد همانا اندازه‌گیری نوع، زمان و میزان رویارویی با چنین نوساناتی است. در این رابطه تاکنون چندین راهکار نظیر بیانیه‌های صادره توسط هیات استاندارد حسابداری مالی موسوم به FASB-8 و FASB-52 ارائه شده و بعضاً به مرحله اجرا درآمده‌اند. اما

این راهکارها جملگی رویارویی تبدیل و مبادلاتی با نوسانات ارزی را پوشش داده و در مورد اندازه گیری میزان رویارویی اقتصادی با اینگونه نوسانات ارائه طریق ننموده‌اند. این در حالیست که با مراجعه به صورتهای مالی می‌توان تا حدود زیادی به میزان رویارویی تبدیل و مبادلاتی پی برد. لیکن آنچه در این میان شناخت و اندازه‌گیری آن دشوار است همانا رویارویی اقتصادی است. این مهم درگرو شناخت گسترده ساختار بازارهایی که شرکت مفروض و رقبای آن نیروی کار و مواد اولیه خود را از طریق آنها تأمین می‌کنند و تولیدات خود را در آنها به فروش می‌رسانند و نیز انعطاف پذیری آنها (شرکت مفروض و رقا) جهت تغییر بازار، تولیدات، منابع تأمین مواد اولیه و فن آوری است. بدین منظور لازم است موضوع نوسانات ارزی براساس اجزاء متشکله آن (ارزهای مورد استفاده، کاربری و چگونگی همبستگی آنها با یکدیگر، فراوانی و میزان نوسانات و دوره زمانی آنها، روال گردش نقدی از جهت ثبات یا عدم ثبات)، توانایی شرکت مفروض به تغییر و اصلاح وضعیتی که بخاطر نوسانات ارزی با آن روبروست^(۱) و نیز وضعیت خاص آن شرکت^(۲) و رقبای آن مورد مطالعه و بررسی دقیق قرار گیرد.

داد و ستد تأمینی یا ایجاد موقعیت ارزی جبرانی

هجینگ یا داد و ستد تأمینی به مجموعه اقداماتی گفته می‌شود که بمنظور مقابله با آثار زیان‌بار احتمالی نوسانات ارزی بر بنگاه اقتصادی صورت می‌گیرد. بعبارت دیگر فلسفه وجودی هجینگ را باید در حذف و یا کاستن از آثار منفی ناشی از نوسانات ارزی که در قالب عدم اطمینان به منصفه ظهور می‌رسد، سراغ گرفت.

اینکه چه چیزی ارزش هجینگ را دارد و چه چیزی نه، بحث بسیار با اهمیتی است لیکن از آنجا که در این مختصر نمی‌گنجد آنرا به نگارش مقاله‌ای مستقل ارجاع می‌دهد و در اینجا

1 - Lock - in effects

۲- وضعیت خاص یک شرکت a firm's specific position شامل عملی چون بخشی که شرکت در آن فعالیت می‌کند (صادرات، واردات و یا صرفاً درون مرزی)، انعطاف پذیری آن در جاگزین نمودن بازار تولیدات، منابع تأمین مواد اولیه و فن‌آوری در صورت ضرورت و نیز میزان توانایی آن نسبت به متنوع ساختن منابع تهیه و تدارکات و عرضه تولیدات به لحاظ جغرافیایی و آمایش سرزمینی و اداری (نظر معافیت‌های مالیاتی و امتیازات سرمایه‌گذاری و...) وکنش تقاضا price elasticity of demand می‌باشد.

صرفاً به این حد بسته می‌کند که هیچ‌یک بسان سرمایه‌گذاری است که ارزش حال خالص آن صفر است. این سرمایه‌گذاری فی‌نفسه ارزشی تولید نمی‌کند اما همواره نیاز شرکتها را به منابع مالی مرتفع و به این طریق برای آنها به نوعی طیب خاطر ایجاد می‌کند. چنین طیب خاطری شرکتها را در انجام سرمایه‌گذاری یاری می‌دهد و به این ترتیب موجب ارزش واقعی می‌شود.

خط مشی مدیریت رویارویی با نوسانات ارزی
در تعیین خط مشی مدیریت رویارویی با نوسانات ارزی عواملی چند که ذیلاً فهرست می‌شوند را باید لحاظ کرد:

- ۱- درک شرکت مفروض از آسیب‌پذیری در مقابل نوسانات ارزی
- ۲- فرهنگ سازمانی حاکم بر آن شرکت
- ۳- توانایی و قابلیت شرکت مفروض در تغییر و اصلاح وضعیت حاصل از رویارویی با نوسانات ارزی مشتمل بر حداکثر میزان ضرر حاصل از نوسانات ارزی که آن شرکت قادر است بدون اقدامات تامینی و پوششی تحمل نماید.^(۱)
- ۴- رهیافت رقباتی شرکت مفروض در قبال نوسانات ارزی: آیا آنها مبادرت به اقدامات تامینی می‌کنند یا نه؟
- ۵- ضرورت تبعیت از مقررات قانونی خاص منجمله قسوانین ناظر بر اجباری بودن انتشار اطلاعات مربوط به هیچ‌یک جهت آگاهی سهامداران شرکت از وضعیت مربوطه.

گزینه‌های مختلف هیچ‌یک

بطور کلی مقابله شرکتها با نوسانات ارزی به سه صورت مختلف صورت می‌گیرد: گزینه کاملاً سلبی (عدم پوشش)، گزینه کاملاً ایجابی (پوشش کامل) و گزینه انتخابی (پوشش گزینشی).
ذیلاً گزینه‌های مورد اشاره به اختصار توضیح داده می‌شود.

۱- این میزان را «حد قابل تحمل» tolerable impact می‌گویند. چنانچه نرخ ارز چه در جهت صعودی و چه در جهت نزولی از این حد عدول کند، شرکت مورد نظر بطور خودکار مبادرت به اقدامات تامینی و پوششی می‌نماید.

۱- برخورد کاملاً سلبی: عدم توسل به هجینگ

معمولاً انتخاب چنین گزینه‌ای توسط شرکتهایی صورت می‌گیرد که فرهنگ ریسک‌پذیری بر آنها حاکم است. استدلال شرکتهای مزبور این است که کاهش یا افزایش برابر، ارزشهای مختلف در بلند مدت اثرات یکدیگر را خنثی می‌نمایند و بنابراین در مجموع (جسم جبری) نه سودی و نه زیانی از بابت نوسانات ارزی متوجه آنها نمی‌شود.

۲- برخورد کاملاً ایجابی: توسل تام و تمام به هجینگ

برخلاف گزینه اخیر، هجینگ کامل توسط شرکتهایی صورت می‌گیرد که فرهنگ ریسک‌گریزی بر آنها حاکم است. معمولاً استدلال این قبیل شرکتهای در اتخاذ گزینه مورد اشاره این است که باید به قیمت اطمینان خاطر از کسب درآمدهای متعارف و معین، استفاده از فرصتهای احتمالی که می‌تواند بواسطه تغییرات مثبت ارز بدست آید را به بوته فراموشی سپرد. سؤال مطرح در اینجا این است که: آیا ممکن نیست بهای پرداختی بابت هجینگ کاهش بیش از هزینه گزینه مخالف (عدم توسل به هجینگ کامل) باشد؟ از سوی دیگر ممکن است رقبا به این گزینه روی نیاورند و حتی از فرصتهایی برای بهره‌گرفتن از نوسانات ارزی استفاده نمایند که در این صورت به شرکت مفروض احساس غبن بیشتری دست می‌دهد.

۳- برخورد گزینشی یا توسل موردی به هجینگ

بموجب این گزینه وقتی با نوسانات ارزی مقابله می‌شود که زیان ناشی از عدم مقابله با آن بیشتر از سودی است که می‌توان با بهره‌گرفتن از نوسانات مزبور بدست آورد. بدیهی است در غیر این صورت شرکت مفروض مبادرت به داد و ستد تامینی (هجینگ) می‌نماید. بنابراین برخورد گزینشی با نوسانات ارزی جامع هر دو گزینه توسل و عدم توسل به هجینگ است. این تفاوت که نه مطلق، بلکه نسبی است و براساس متغیرهایی چون زمان و ارزشهای مختلف تنظیم می‌شود.

داد و ستد تامینی (هجینگ) در مقابل اسپیکولاسیون

آنچه که در سطور اخیر تحت عنوان گزینه‌های مختلف هجینگ ذکر آن رفت، حکایت از خط مشی‌های گوناگونی می‌کند که نام هجینگ فقط ترجیح‌بند آنهاست چراکه برخلاف یکی از گزینه‌ها (هجینگ کامل)، مبنای گزینه دیگر (عدم توسل به هجینگ) دوری از هجینگ است.

طبق تعاریف مصطلح، هجینگ و اسپیکولاسیون دو روی یک سکه‌اند. لذا به همان اندازه که از هجینگ فاصله گرفته می‌شود، اسپیکولاسیون، که طبق همان تعاریف سودای منتفع شدن از هر آنچه که بالقوه سودآور است (در اینجا از محل نوسانات ارزی) را در سر دارد، رخ می‌نماید. اما اینکه هجینگ و اسپیکولاسیون را باید از دو جنس مخالف که مانع‌الجمع هستند، بشمار آورد و مدیریت روبرویی با نوسانات ارزی را هم بایستی بر این بنا بنیان نهاد، سئوالی است که پاسخ خود را طلب می‌نماید. آنچه که ذیلاً خواهد آمد تلاشی برای پاسخگویی به این سئوال است.

تحلیل و نقد ادبیات موضوع

مطالعه ادبیات ناظر بر موضوع این نوشتار متضمن این برداشت است که مقابل هم قرار دادن هجینگ و اسپیکولاسیون حداقل تا حدود قابل توجهی می‌تواند از لفاظی‌های مبهم و غیر دقیق و قرائت‌های مختلف بخصوص از اسپیکولاسیون نشأت گرفته باشد. لذا در اینجا سعی بر این است تا با نقل تعابیر و تفاسیر گوناگونی که از اسپیکولاسیون بعمل آمده و مقایسه آنها با یکدیگر زمینه را برای تبیین واژه‌های کلیدی مزبور بطوری شفاف هموار نماید و موجبات پاسخگویی به سؤال فوق، که موضوع اصلی این نوشتار است، را فراهم سازد.

ذیلاً نمونه‌هایی از این تعابیر و تفاسیر متفاوت تحت عنوان قرائت‌های گوناگون از اسپیکولاسیون نقل می‌شوند.

الف - قرائت سلبی از اسپیکولاسیون

بی‌شاپ و دیکسون: «اسپیکولاسیون نوعاً وقتی صورت می‌پذیرد که بمنظور کسب درآمد، به ایجاد ریسک دامن زده شود»^(۱)

نشریه اتاق بازرگانی بین‌المللی: «تجارت ارز و کالا به امید کسب درآمد از محل نوسانات ارزی، سوداگری (اسپیکولاسیون) و خطرناک است»^(۲)

1 - Bishop & Dixon, p.431

2 - ICC, p.13.

رری: « این دیدگاه که منابع مالی شرکتها بایستی به مصرف ایجاد درآمدهای اضافی برسد، مبتنی بر اسپیکولاسیون است.»^(۱)

ب- قرائت ایجابی از اسپیکولاسیون

لسی: « بطور کلی انگیزه مدیران مالی از بکارگیری فرآورده‌های ارزی^(۲) می‌تواند ناشی از دو هدف عمده باشد:

۱- کاستن از خطر نوسانات ارزی که شرکت مورد نظر یا آن مواجه است (هجینگ)

۲- بهینه سازی عملکرد شرکت از طریق تقبل کنترل شده ریسک (اسپیکولاسیون).^(۳)

ج- قرائت نسبی از اسپیکولاسیون

اگدن: « هرکس از اسپیکولاسیون تفسیر خاص خود را دارد. ممکن است شرکت موفق

اسپیکولاسیون را در معاملاتی که بنا به ماهیت کارش صورت می‌دهد، سراغ بگیرد. حال آنکه

شرکت دیگری که رویکردی متغیر دارد ممکن است بگوید که خط مشی ما بر این است که ۸۰

درصد موارد را پوشش دهیم (هجینگ)؛ چرا که شق غیر از این (هجینگ کمتر و یا بیشتر از ۸۰

درصد مزبور) سوداگری (اسپیکولاسیون) است.»^(۴)

بی‌شاپ و دیکسون: « اینکه اسپیکولاسیون اقدامی است مثبت یا منفی، مورد اختلاف

است. از سوئی در ذهن خیلی‌ها چهره‌ای کزیه از سوداگری نقش بسته است و سوداگران مشرل

ناآرامیهای بازار ارز شناخته شده‌اند. از سوی دیگر اسپیکولاسیون امری لازم تشخیص داده

شده است چراکه تامین کننده نقدینگی برای معاملات غیر سوداگری است. بدون ایجاد

نقدینگی، تفاوت بین قیمت خرید و فروش ارز و کالا بیشتر خواهد شد. دریافتها دچار کندی و

انجام معاملات بزرگ مواجه با مشکل می‌شوند. خلاصه آنکه درست است که اسپیکولاسیون

1 - Verrier, p.3.

2 - Derivatives

3 - Lese, A. p.26

4 - Ogden, p.58

بعضاً تصویر ناخوشایندی از خود در اذهان بجای گذاشته است، لیکن این را هم باید گفت که این مهم نقش عمده و شاید درک ناشده‌ای در عملکرد بازار ایفا می‌کند.»^(۱)

ردرینگز: «قضاوت راجع به مفید یا غیر مفید بودن نقش سوداگران را بایستی در این امر جویا شد که آیا آنها باعث ثبات بازار می‌شوند و یا آنرا به بی‌ثباتی می‌کشاند. در این رابطه درحالیکه اقتصاددانان لیبرال معتقدند که سوداگران عامل ثباتند، مقامات پولی آنها را منبع آشفتگی بازار می‌دانند.

بطور کلی برای سوداگران باید قائل به هر دو نقش شد. سوداگرانی که به هنگام ارزیابی ارزش می‌خرند و آنرا وقتی که ارزش پیدا کرد می‌فروشند موجب کاهش نوسانات قیمت می‌شوند و به این ترتیب ثبات را به ارمغان می‌آورند. سوداگرانی که باکنار گذاشتن ساز و کارهای اقتصادی تعیین کننده نرخ ارز و فاصله گرفتن از آنها به خرید و فروش ارز می‌پردازند و به آن تداوم می‌بخشند، موجب بی‌ثباتی بازار می‌شوند.»^(۲)

ناگفته نماند که طبق قرائت دیگری خط مشی مدیریت نوسانات ارزی را نباید به دو شق هجینگ و اسپیکولاسیون محدود کرد. بگفته آنکروم «این تفکر که عدم توسل به هجینگ سوداگرانه است و بنابراین در هر موقعیتی باید متوسل به هجینگ شد، خطای فاحشی است چراکه همواره سه گزینه موجود است، توسل به هجینگ، عدم توسل به هجینگ و بالاخره اسپیکولاسیون.»^(۳)

ملاحظه نظرات گوناگون فوق اشکالات و ابهاماتی را نشان می‌دهد که بنظر می‌رسد که همانطور که فوقاً اشاره شد، باید آنها را بیشتر در ارائه تعاریف یکسویه و تحدید خط مشی مدیریت نوسانات ارزی به هجینگ و اسپیکولاسیون (ولاغیر) که منجر به پیچیدن نسخه‌های یکسان و ثابت برای مدیریت مورد اشاره و اعمال آن به مصادیق مربوطه (شرکتهای بین‌المللی مبتلا به نوسانات مزبور)، صرفنظر از موقعیت خاص آنها می‌شود، سراغ گرفت. این نسخه‌های کلیشه‌ای وقتی مزید علت می‌شوند که رنگ و بوی «ارزشی» به خود می‌گیرند. به این معنا که

1 - Bishop & Dixon, pp.133-134

2 - Rodrigues, R.M., (1980), p.109

3 - Ankrum. R.K., p.88

گویی هجینگ را باید محترم شمرد و از اسپیکولاسیون که همواره سیمای زشتی از آن ترسیم می‌شود دوری جست. به‌بارت دیگر آن یکی سفیدی است و این سیاهی و غیر از این هم رنگی نیست.

بررسی منتقدانه ادبیات موضوع می‌تواند معانی رایجی که از دو اصطلاح کلیدی «هجینگ» و «اسپیکولاسیون» فایده می‌شود را تغییر دهد و قائل به گزینه دیگری شود که ضمن آنکه دارای بعضی از ویژگیهای هر دو است، هیچکدام از آن دو هم نیست. این امر می‌تواند ثمره نگرستن به صورت مساله با نگاهی جدید باشد. نگاهی که نه براساس قالب‌های کلیشه‌ای، که مبتنی بر مصادیق است. نگاهی که موجب می‌شود تا ظروف شکل مظروف خود و الفاظ پویا بی مفاهیم خود را بیابند. این نگاه، خط مشی اصلاح شده‌ای را در مدیریت نوسانات ارزی رقم می‌زند که می‌توان از آن بعنوان «خط مشی مبتنی بر مدیریت خلاق رویارویی با نوسانات ارزی» یاد کرد.

خط مشی مبتنی بر مدیریت خلاق نوسانات ارزی و ویژگیهای آن

در تبیین خط مشی مبتنی بر مدیریت خلاق نوسانات ارزی بایستی فرهنگ سازمانی حاکم بر هریک از مصادیق و عوامل ناظر بر تعیین خط مشی مدیریت نوسانات ارزی و اهداف آن، به شرح پیشگفته، و نیز شرایط و موقعیت خاص آن مصداق (شرکت مورد نظر) و محیط سیاسی و اقتصادی که در آن فعالیت می‌کند را لحاظ کرد. علاوه بر این لازم است به موارد و موضوعات دیگری چون حوزه مسئولیت رویارویی با نوسانات ارزی در نمودار سازمانی شرکتها، ساختار سازمانی مربوطه، الگوی خزانه داری مورد استفاده آنها از حیث سود محوری یا هزینه محوری نیز پرداخته شود.

حوزه مسئولیت رویارویی با نوسانات ارزی در نمودار سازمانی شرکتها

معمولاً در شرکتها مسئولیت اداره امور مربوط به رویارویی با نوسانات ارزی با قسمت خزانه داری است. در این رابطه تا آنجا که به «رویارویی تبدیل» مربوط است این امر به تنهایی توسط آن قسمت صورت می‌گیرد. لیکن از آنجا که دو نوع دیگر رویارویی با نوسانات ارزی از پیچیدگی‌های خاصی برخوردارند و مقابله با آنها نیازمند برخورداری از توان و امکانات

تخصصی بسیار بیشتری است، لذا نمی‌توان مسئولیت مورد اشاره را فقط به عهده خزانه‌داری سپرد و به این حد بسنده کرد. از این رو ضروری است که در راستای ایجاد رابطه‌ای تعاملی، بخشهای مالی (خزانه داری) و عملیاتی شرکت مفروض به تبادل نظر و مبادله اطلاعات همت‌گمارند و توأمان نسبت به مهار اثرات نامطلوب نوسانات ارزی اقدام نمایند.

حال با توجه به مراتب فوق این سؤال مطرح می‌شود که برای تحقق و تحکیم رابطه تعاملی بین مدیریت تولید و مدیریت مالی در شرکت مفروض چه ساختار سازمانی باید بکار گرفته شود. پاسخ این سؤال را می‌توان در آنچه که ذیلاً تحت عنوان «ساختار سازمانی» به آن پرداخته می‌شود، جستجو کرد.

ساختار سازمانی

با توجه به تقسیم‌بندی ساختار سازمانی به دو نوع متمرکز و غیر متمرکز، اینکه کدامیک از این دو برای مدیریت نوسانات ارزی مطلوب‌تر است، مورد اختلاف محققین، مدیران و دست‌اندرکاران امر است. از طرفی با توجه به عواملی چون ضیق وقت، بعد مسافت، گوناگونی تولید و بازار و نیز پیچیدگی روابط دولت و بخش خصوصی ساختار غیرمتمرکز سازمانی مناسب است.^(۱) از طرف دیگر با توجه به موضوعاتی چون کنترل ارز، سیستمهای گوناگون مالیاتی و بازارهای مالی متفاوت، تمرکز در تصمیم‌گیری‌های مالی (متجمله تصمیم‌گیری‌های ناظر بر مدیریت نوسانات ارزی) ساختار متمرکز امری اجتناب‌ناپذیر می‌نماید.

آنچه در جمع‌بندی نظرات گوناگون می‌توان گفت این است که ساختار سازمانی متمرکز با توجه به بهره‌گیری از صرفه‌جویی در مقیاس و مرکزیت یافتن تخصص‌ها نسبت به ساختار سازمانی غیرمتمرکز از امتیاز بیشتری برخوردار است.

برخورداری ساختار سازمانی متمرکز از امتیازات پیشگفته باعث می‌شود که خزانه‌داری شرکتهای چند ملیتی با بکارگیری چنین ساختاری، کلیه شعب و نمایندگی‌های خود در اقصی نقاط عالم را در امور مربوطه تحت پوشش مستقیم قرار دهد و با انسجامی بیشتر با نوسانات ارزی مقابله نماید.

سئوال بعدی که به ذهن متبادر می‌شود این است که کدامیک از دو روش خزانه‌داری سود محور و هزینه محور همخوانی بیشتری با مدیریت خلاق نوسانات ارزی دارد؟ برای پاسخگویی به این سئوال لازم است ابتدا روشهای خزانه‌داری مزبور توضیح داده شود.

خزانه‌داری هزینه محور - خزانه‌داری سود محور

اصولاً خزانه‌داری هزینه محور دلالت بر بکارگیری نوعی خط مشی دفاعی می‌کند که هدف از آن نه تحصیل درآمد، که مقابله صرف با تبعات منفی نوسانات ارزی و حفظ شرکت مفروض از این گونه تبعات می‌باشد. حال آنکه خزانه‌داری سود محور بر مبتنای تثبیت گردش نقدی و مدیریت هزینه سرمایه که مستلزم یک کاسه کردن ریسک و مدیریت هوشمندانه آن توسط قسمت خزانه‌داری است، شکل می‌گیرد. این شکل خزانه‌داری نقش بانک یا صندوق تامین مالی برای شرکت متبوع خود و مشاور برای سایر قسمت‌ها را ایفا می‌کند.

اینکه خزانه‌داری سود محور صبغه سوداگرانه بمعنای اسپیکولاسیون (قمارگونه) دارد یا نه نیز مورد اختلاف است. سوان و پرشیس انجام توأمان داد و ستد در بازارهای مالی از طرفی و هجینگ از طرف دیگر را سوداگرانه می‌دانند.^(۱) حال آنکه به گفته لیشینگ دیگر نباید برای مدیر خزانه‌داری قائل به نقش انفعالی تامین‌کننده منابع مالی شد، چرا که او نه تنها قادر است درآمدها را از خطر نوسانات قیمت (منجمله نوسانات ارز) محفوظ دارد که حتی می‌تواند با برخوردی پویا از وجه مثبت رویارویی با نوسانات ارزی که داد و ستد شرکت با آن انجام می‌گیرد، منتفع شود.^(۲)

اینکه کدامیک از این دو قرائت متفاوت منافع شرکت مفروض را بیشتر تامین می‌کند سئوالی است که پاسخ به آن نیازمند لحاظ داشتن عوامل و شرایطی است که قبلاً به آنها اشاره شد. «سوداگرانه» خواندن انجام توأمان داد و ستد در بازارهای مالی از طرفی و هجینگ از طرف دیگر بسان همان نسخه‌های ثابت و یکسانی است که بدون در نظر گرفتن آن شرایط و آن عوامل، پیچیده می‌شوند. تعابیر و تفاسیری از این قبیل دارای همان اشکالاتی است که بر ادبیات موضوع وارد است؛ اشکالاتی که بموجب آن خط مشی مدیریت نوسانات ارزی فقط به دو گزینه، هجینگ و اسپیکولاسیون، محدود می‌شود.

1 - Swann, D. & Precious, J., p.22

2 - Liesching, R.L., p.59

با توجه به توضیحات فوق بنظر می‌رسد آنچه که تجانس بیشتری با مدیریت خلاق رویارویی با نوسانات ارزی پیدا می‌کند همانا خزانه داری سود محور است که نه تنها در صدد به حداقل رساندن ریسک برمی‌آید که در راستای به حداقل رساندن هزینه فرصت از دست رفته، بطوری ضابطه‌مند از فرصتهای ممکن نیز بهره می‌گیرد تا به این طریق منافع بیشتری را برای شرکت متبوع خویش به ارمغان آورد.

با ارائه توضیحات فوق که به نیت شفاف ساختن ادبیات موضوع و خارج شدن از بن‌بست استعمال مکانیکی واژه‌ها و تحدید موقعیتهای ناظر بر خط مشی مدیریت رویارویی با نوسانات ارزی به دو گزینه هجینگ و اسپیکولاسیون صورت گرفت، اینک نظرات خود را که می‌تواند بعنوان ساز و کارهای اصلاحی مدیریت مورد اشاره مورد استفاده قرار گیرند، به شرح زیر فهرست می‌نماید: ^(۱)

- ۱- آنچه که بنام هجینگ شهرت یافته در حدی توجیه پذیر است که فواید ناشی از آن، هزینه‌های مربوطه را پوشش دهد. بعلاوه هجینگ باید مولد ارزش افزوده باشد.
- ۲- آنچه که نام اسپیکولاسیون به آن داده شده و در ادبیات سنتی به «وارد شدن به بازار ارز بمنظور استفاده از نوسانات ارزی» اطلاق می‌شود تا وقتی که حالت قماری به خود نگرفته یعنی بی حساب و کتاب سودای منتفع شدن از تغییرات مثبت ارزی را در سر نپرورانده، نه تنها مردود نیست که حتی می‌تواند تحت شرایطی مقبول هم باشد. این شرایط کم و بیش عبارتند از:
 - ۱-۲- استفاده از نوسانات ارزی محدود به ارز یا ارزی که فعالیت اصلی شرکت مفروض با آن یا آنها صورت می‌گیرد و طبعاً شرکت مزبور با نوسانات آنها روبروست.
 - ۲-۲- ریسک پذیری در حدی باشد که قابل تحمل و کنترل بوده و به نیت ارتقاء بازده شرکت صورت گیرد. بدیهی است شرکت مفروض از تواناییها و امکانات لازم بلحاظ تخصصی و مالی برای استفاده از فرصت‌های نشأت گرفته از نوسانات ارزی برخوردار است.
 - ۳-۲- خط مشی مدیریت نوسانات ارزی خود را با هر آنچه که متضمن رویارویی با نوسانات مزبور است، تطبیق دهد.
 - ۴-۲- ابزار و وسایلی که برای هجینگ مورد استفاده قرار می‌گیرند (نظیر سلف خری، قراردادهای آتی، معاملات پایاپای ارزی و...) در راستای اهداف اصلی شرکت مورد نظر تنظیم شود.

۵-۲- بین بخش‌های مالی و عملیاتی شرکت هماهنگی لازم برقرار باشد.

۶-۲- جهت‌گیری و تحولات بازار ارز از نزدیک تحت مراقبت و نظارت بوده و هرگونه اقدام اصلاحی که لازم تشخیص داده شود بر اساس آن انجام گیرد.

در اینجا با کلامی چند تحت عنوان «نتیجه‌گیری» نوشتار حاضر را به پایان می‌بریم و در پی آن بعنوان تکمله با ترسیم جداولی طرز تشخیص هرچه شفاف‌تر هجینگ و اسپیکولاسیون قمارگونه از خط مشی خلاق نوسانات ارزی را منعکس می‌نماییم.

نتیجه‌گیری

آنچه در این نوشتار ذکر شد ماحصل تحقیق نگارنده درخصوص رویارویی شرکت‌های بین‌المللی با نوسانات ارزی و استفاده بهینه آنها از منابع ارزی خویش است.^(۱) منابعی که بخاطر حاکمیت نظام ارزی شتاور در بازارهای پولی در معرض آسیب‌پذیری ناشی از نوسانات ارزی است.

برای تنظیم الگوی رفتاری مطلوب بمنظور مقابله با نوسانات ارزی و استفاده بهینه از منابع ارزی، این شرکتها ناگزیرند که نه تنها ریسک (ریسک نوسانات ارزی)، بلکه هزینه فرصت (فرصت کسب درآمد از محل نوسانات ارزی) را نیز به حداقل رسانند. بعبارت دیگر همچنان که هدف مستی برخاسته از هجینگ یعنی مقابله با خطرات ناشی از نوسانات ارزی را باید محقق ساخت، فرصت‌هایی که از محل همین نوسانات بدست می‌آید را هم نباید از دست داد. این به ظاهر جمع ضدین همان چیزی است که ساز و کارهای «مدیریت خلاق نوسانات ارزی» مبتنی بر آن است و این مدیریت را قادر می‌سازد تا آن را در دنیای واقع محقق سازد.

در نوشتار حاضر سعی شده است تا چهارچوب نظری چنین مدیریتی تبیین و ویژگیهای آن برشمرده شود. باشد که چنین چهارچوبی به بنگاههای اقتصادی که بنحوی با فعالیت‌های تجاری بین‌المللی سر و کار دارند، کمک کند تا درقبال نوسانات ارزی مبتلا به، رفتار خود را تنظیم نمایند و در سطح کلان به بانک مرکزی در جهت تدارک معاملات ارزی و تنظیم سبد ارزی ذخائر خود و هرگونه جرح و تعدیل و اصلاحی که در این خصوص لازم باشد، یاری رسانند.

جدول ۵- مولفه‌های تشخیص خط مشی خلاق مدیریت نوسانات ارزی از اسپیکولاسیون قمارگونه

خط مشی غیر خلاق (اسپیکولاسیون قمارگونه)	ویژگیهای خط مشی خلاق
۱- احتمال وارد شدن ضرر و زیان به شرکت	۱- در صورت اتخاذ خط مشی غیر از
مفروض تحت الشعاع کسب درآمدهای	هیچینگ کامل، توانایی فائق آمدن بر
کلان قرار می‌گیرد که غالباً "اخواکننده است.	نیروهای بازار وجود دارد.
۲- شرکت ذی‌ربط از طریق معاملات ارزی	۲- توانایی تشخیص ضرر و زیان بالقوه در
غیر مرتبط با ماهیت کار خویش بدنبال	مقابل تقویت شرکت مفروض وجود دارد.
کسب منافع باد آورده است.	۳- میزان رویارویی با نوسانات ارزی با میزان
	سرمایه شرت مرود نظر مقایسه می‌شود و
	قبول ریسک بر اساس توان ریسک پذیری
	صورت می‌گیرد. با این حساب شرکت
	مفروض قادر است تا در صورت وقوع
	بدترین حالت ممکن، از وارد شدن ضربه به
	خود جلوگیری کند.
	۴- شرکت مورد نظر از توان کارشناسی،
	منابع مالی و ساختارهای مورد نیاز و
	مکانیسم کنترل برخوردار است.
	۵- اهداف مدیریت خزانه داری (مالی) با
	اهداف عملیاتی شرکت گره خورده
	بطوریکه قبل از دست زدن به هرگونه طرح
	گسترشی روسهای تامین مالی آن در نظر
	گرفته شده و بر آن اساس اقدام لازم صورت
	می‌گیرد.
	۶- انگیزه معاملات ارزی بر پایه کار و داد و
	ستد استوار است. (نه صرفاً بر مبنای
	سوداگری)

جدول (۴) - خط بنشی خلاق در مقابل خط بنشی غیر خلاق نو سانات ارزی

نگرش حاکم	انتصاف در تسال فسخ	سبزان بهره برداری	اهداف اصلی	الگ سوری	خط بنشی
بنای چشم دشمن	قراردادهای هیچک	از نو سانات ارزی	حفظ شرکت دور به	خرانه داری	هیچک
به منابع احتمالی	مزاد دهای هیچک بدون توجه به تغییر آن که در خلال مدت اعتبار آنها ممکن است رخ دهد تا زمان سر رسید بلیت خود باقی بماند	صفر	از خط سطر نو سانات ارزی	مزیت محور value-additive	هیچک کامل
نگرش حاکم روی	تغییر شرایط بازار می تواند منجر به تسخیر قراردادهای هیچک شود	بهره گیری از فرصتهای حاصل از نو سانات ارزی	سلب بریت همزین	سود محور profit centre	هیچک (غیر خلاق)
صرد و زبان احتمالی	سخت تر شرایط اصل بر شناختن بری خطر برای کسب درآمد است	در چهار چوب توان	سلب بریت همزین	سود محور	هیچک
صرد و زبان احتمالی	سخت تر شرایط اصل بر شناختن بری خطر برای کسب درآمد است	در چهار چوب توان	سلب بریت همزین	سود محور	هیچک
مشترک است	سخت تر شرایط اصل بر شناختن بری خطر برای کسب درآمد است	در چهار چوب توان	سلب بریت همزین	سود محور	هیچک
در حالیکه هیچک	سخت تر شرایط اصل بر شناختن بری خطر برای کسب درآمد است	بهره گیری از فرصتهای حاصل از نو سانات ارزی	سلب بریت همزین	سود محور	هیچک
صرد و زبان احتمالی	سخت تر شرایط اصل بر شناختن بری خطر برای کسب درآمد است	بهره گیری از فرصتهای حاصل از نو سانات ارزی	سلب بریت همزین	سود محور	هیچک
از نظر دور نمی ماند	سخت تر شرایط اصل بر شناختن بری خطر برای کسب درآمد است	در چهار چوب توان	سلب بریت همزین	سود محور	هیچک
تسوجه به منابع	سخت تر شرایط اصل بر شناختن بری خطر برای کسب درآمد است	در چهار چوب توان	سلب بریت همزین	سود محور	هیچک
احتمالی از اهمیت	سخت تر شرایط اصل بر شناختن بری خطر برای کسب درآمد است	در چهار چوب توان	سلب بریت همزین	سود محور	هیچک
خاص برخوردار	سخت تر شرایط اصل بر شناختن بری خطر برای کسب درآمد است	در چهار چوب توان	سلب بریت همزین	سود محور	هیچک
است	سخت تر شرایط اصل بر شناختن بری خطر برای کسب درآمد است	در چهار چوب توان	سلب بریت همزین	سود محور	هیچک
با توجه بقدرت جمله	سخت تر شرایط اصل بر شناختن بری خطر برای کسب درآمد است	بهره گیری از فرصتهای حاصل از نو سانات ارزی	سلب بریت همزین	سود محور	هیچک
ارز چشم کالا نگاه	سخت تر شرایط اصل بر شناختن بری خطر برای کسب درآمد است	بهره گیری از فرصتهای حاصل از نو سانات ارزی	سلب بریت همزین	سود محور	هیچک
می شود و اعتقاد بر	سخت تر شرایط اصل بر شناختن بری خطر برای کسب درآمد است	بهره گیری از فرصتهای حاصل از نو سانات ارزی	سلب بریت همزین	سود محور	هیچک
این است که باید از	سخت تر شرایط اصل بر شناختن بری خطر برای کسب درآمد است	بهره گیری از فرصتهای حاصل از نو سانات ارزی	سلب بریت همزین	سود محور	هیچک
محل آن کسب درآمد	سخت تر شرایط اصل بر شناختن بری خطر برای کسب درآمد است	بهره گیری از فرصتهای حاصل از نو سانات ارزی	سلب بریت همزین	سود محور	هیچک
کرد	سخت تر شرایط اصل بر شناختن بری خطر برای کسب درآمد است	بهره گیری از فرصتهای حاصل از نو سانات ارزی	سلب بریت همزین	سود محور	هیچک

- 1- Ankrom Robert K. "Top-level Approach to the Foreign Exchange Problem", Harvard Business Review, (July-August 1974)
- 2- Bishop, P.; and Dixon, D. "Foreign Exchange Handbook", (New York: Mc Grow-Hill,1992)
- 3- International Chamber of Commerce (ICC), "Managing Exchange Rate Risks", ICC Publishing S.A., publication No.422, (March 1985)
- 4- Lese, A. "The Respectable Face of Speculation", Corporate Finance, (December1994)
- 5- Lessard, D.R. ,and Lightstone J.B. "Volatile Exchange Rate Can Put Oprations at Risk", Harward Business Review, (July-August 1986)
- 6- Liesching, R.L. "The Need for Strategic Risk Exposure Management", Reading In Currency Hedging Strategies, Edited By Gillespie I., A Eurostudy Special Report, Eurostudy Publishing Co., (1985)
- 7- Nazarboland, G. "Techniques For Hedging Corporate Foreign Exchange Exposure" Unpublished Ph.D. dissertation, University of Delhi,(1999)
- 8- Ogden, J. "Me? Speculate?" Global Finance, (October 1996)
- 9- Rodringuez, R.M. "Foreign Exchange Management In U.S. Multinationals", University of Illinois at Chicago Circle, (1980)
- 10- Swann, D., and Precious, J., A Treasury Policy Blueprint, The Association of Corporate Treasurers, (1996)
- 11- Werrier, M. "Is Foreign Exchange Risk Damage Your Health?" Reading in Currency Hedging Strategies, Eurostudy Publishing Co. (1985).