

تسيير خطر الصرف في المؤسسة الاقتصادية- دراسة حالة شركة أرسلور ميتال فرع عنابة-

Managing foreign exchange risk for economic company

- Case study Arcelor Mittal Annaba -

مريم أيت بارة (*) & محمد صاري (**)
 مخبر LFIEGE، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير،
 جامعة باجي مختار عنابة - الجزائر

ملخص : كان لتحول النظام النقدي العالمي من نظام الصرف الثابت إلى نظام الصرف العائم إثر انهيار نظام بريتون وودز في أوائل حقبة السبعينات أثره الكبير في تقلب أسعار صرف العملات الدولية مقابل بعضها البعض، و صاحب ذلك مخاطر عديدة طالت المؤسسات ذات النشاط الدولي المالي و التجاري على حد سواء، مما استدعت الضرورة في الآونة الأخيرة الاهتمام بتسيير خطر الصرف في الدول النامية، لا سيما تلك التي تمر بمرحلة انتقال و التي طبقت إجراءات تصحيحية مست أسعار صرف عملاتها - منها الجزائر - و من هنا برزت أهمية تسيير خطر الصرف في المؤسسة الاقتصادية دولية النشاط و بالتالي أهمية التعرف على تقنيات التغطية و ذلك مع محاولة التركيز على بعض التقنيات المتاحة و المعمول بها بشكل واسع.

الكلمات المفتاح : أسعار الصرف، مؤسسات إقتصادية دولية النشاط، تسيير خطر الصرف، تقنيات التغطية.

Abstract : The transformation of the world monetary system, from the fixed system of exchange to the system of floating exchange following the collapse of the system of Bretton Woods at the beginning of the Seventies had a considerable impact on the volatility of exchange rates of the international currencies the ones against the others, that was accompanied by multiple risks which touched the institutions having an international activity at the same time financial and commercial, and which recently caused a need for exchange risk management in the developing countries and in particular those which are crossing transitional period and which made application of certain corrective measures having influenced the exchange rate of their currencies - Among which Algeria - and from there has emerged the importance of exchange risk management at economic institution having an international activity and consequently the importance to know the techniques of covering and this while trying to largely concentrate on certain techniques available and applicable.

Keywords : Exchange rate, economic institutions having a international activity, management of the exchange rate risk, techniques of covering.

Jel Classification Codes : F31, O24, G32.

I- تمهيد :

تتعرض المؤسسات عموما لمخاطر مختلفة : خطر استراتيجي، تشغيلي، بيئي (محيطي)،... و حسب دراسة Parson Consulting (www.parsoonconsulting.com) فإن المخاطر التشغيلية تضم المخاطر المالية التالية : خطر الاستغلال، خطر الزبون، خطر الإفلاس، و التي تعتبر مخاطر مشتركة لجميع المؤسسات، و مخاطر أكثر خصوصية مثل خطر معدلات الفائدة، خطر الصرف، خطر السوق، خطر السعر،... الخ. و يمكن تعريف الخطر على أنه " ... حدث أو حالة أين تكون الحادثة أو المصادفة غامضة و أين يؤثر حصول أي شيء غير متوقع على أهداف المؤسسة... " ¹. و لقد أولت مهمة تسيير و مواجهة هذه المخاطر المالية إلى مسير الخزينة بالمؤسسة فقد حل محل مسير الخزينة المحاسبي "مسير التدفقات" الذي أصبح أيضا مسير المخاطر المالية. و سيتم التركيز في هذا المقال على أحد المخاطر السابقة و هو خطر الصرف الأجنبي ؛ حيث أثبتت التجارب الحديثة أن تقلبات أسعار صرف العملات من الممكن أن تؤدي إلى مخاطر اقتصادية كبيرة على المستوى الكلي (كأن تكون سببا مباشرا لحدوث تضخم)، أو على المستوى الجزئي بضياح مكاسب إلى درجة قد تؤثر على بقاء المؤسسة و استمرارها. حيث تعتقد المؤسسة الاقتصادية أحيانا أنها تحقق أرباحا نتيجة تعاملها مع الخارج، في حين أن التقلبات الحادة لأسعار الصرف تجلب لها إما مكاسب أو خسائر صرف تؤثر على مستوى خزيتها و على مقدار التدفقات النقدية الداخلة فعلا للمؤسسة. و بالتالي فإن التعاملات التي تقوم بها المؤسسة على المستوى الدولي و ما يترتب عنها من مخاطر تستوجب تبني إستراتيجية تهدف إلى التقليل من الآثار السلبية للصرف، و في هذا الصدد لوحظ تطور كبير في التقنيات التي يمكن اللجوء إليها لتغطية مخاطر الصرف حتى أنها تشهد يوما بعد آخر ظهور أدوات و صور جديدة تستجيب للأوضاع و التوقعات المختلفة و المرتبطة بالصرف.

و بناء على ما سبق، فإنه يمكن حصر الإشكالية التي نسعى إلى معالجتها من خلال طرح السؤال التالي :
كيف يتم تسيير خطر الصرف في المؤسسة الاقتصادية ذات النشاط الدولي ؟

و للإجابة على هذا التساؤل الأساسي سنحاول في هذا المقال تسليط الضوء على كيفية اكتشاف خطر الصرف في المؤسسة ، بالتعرف على كيفية قياسه و تقييمه ، التنبؤ بتقلبات أسعار العملات الأجنبية و أخيرا اختيار إستراتيجيات و تقنيات التغطية المناسبة سعيا إلى تجنبه أو التقليل من حدته في إطار نظري ثم سنحاول إسقاط ذلك على إحدى المؤسسات الاقتصادية الجزائرية ذات النشاط الدولي ألا و هي شركة "أرسلور ميتال فرع عنابة".

ومن بين البحوث و الدراسات التي اعتمدنا عليها لانجاز هذا العمل نذكر ما يلي:

- بن رجم خميسي، تسيير خطر الصرف على مستوى المؤسسة الاقتصادية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير. اهتمت هذه الدراسة بتسيير خطر الصرف، حيث تناولت التقنيات الداخلية و الخارجية لتغطية خطر الصرف.

- Berra Fouad, les instruments de couverture du risque de change, mémoire de fin d'études: diplôme supérieur des études bancaires.

ركزت هذه الدراسة على الطرق المتبعة لتقدير تطورات أسعار الصرف و عرض أهم تقنيات تغطية خطر الصرف.

II. ظهور و قياس خطر الصرف في المؤسسة الاقتصادية

1. مفهوم خطر الصرف

يعرف P. PRISSERT خطر الصرف كالآتي : " الخسائر المحتملة التي من الممكن أن تمس بفعل تقلبات تعادل الصرف بين العملات أو أسعار صرف العملات الأجنبية ، عوائد المؤسسة المقومة بالعملة الأجنبية " ². كما يمكن تعريفه أيضا على أنه التأثير أو الوقع المالي لتقلبات أسعار العملات على معاملة أو على مجموعة وضعيات و نتائج المؤسسة، و ترتبط أهمية الخطر بالعمليات المحررة و المقيمة بالعملات الصعبة للمؤسسة و بتغيرات أسعار هذه العملات ³.

2. مجالات ظهور خطر الصرف في المؤسسة

يمكن أن ينتج خطر الصرف عن العمليات التجارية أو المالية للمؤسسة على المستوى الدولي، و ينتج أيضا عن التطور الدولي للمؤسسة و الاستثمارات المحققة في الخارج. و فيما يلي شرح لبعض مجالات ظهور خطر الصرف المتعلقة بعمليات التصدير، الاستيراد و المناقصات الدولية:

2.2 الصادرات و خطر الصرف

تتعرض المؤسسة الاقتصادية دولية النشاط عموما من جراء عمليات التصدير التي تقوم بها إلى عدة مخاطر يمكن أن تؤثر على وضعها المالي نذكر أهمها: خطر الزبون (عدم الدفع)، خطر معدل الفائدة، خطر الارتفاع في أسعار المواد الأولية،... إلخ من المخاطر و نضيف على وجه الخصوص خطر الصرف حيث تكون الصادرات معنية بخطر الصرف عندما تبرم الصفقات و العقود بالعملة الأجنبية ، فانخفاض عملة الفوترة بالنسبة للعملة الوطنية للمصدر يعني أن هذا الأخير سوف يتلقى قيمة أقل من القيمة المنتظرة و المتوقعة من إبرام العقد ، و بقدر ما تكون قيمة الصفقة المبرمة معتبرة تكون قيمة خسارة الصرف مهمة ، و خطر الصرف ينشأ ابتداء من يوم إمضاء العقد، فقيام المؤسسة بتصريف منتجاتها من خلال التصدير يجعلها عرضة لخسائر الصرف و ذلك نتيجة لصعوبة تحديد قيمة المدخلات المتأينة و التي تتوقف على اتجاهات معدلات الصرف من بدء فترة التعاقد وصولا إلى فترة التسوية و على الخصوص في ظل المحيط الدولي الذي يتميز بحالة عدم اليقين ⁴.

2.2 الواردات و خطر الصرف

المستوردون ملزمون بقبول عملة المصددين، و هذا ما يفسر أن الواردات معنية أكثر بخطر الصرف مقارنة بالصادرات و هذا يفرض على المستورد الأخذ بعين الاعتبار مختلف مستويات الأسعار. إن السعر بالعملة الأجنبية الذي قبل على أساسه المستورد العرض الذي قدمه المورد و الذي من خلاله (العرض) قدم المستورد طلبيته، هو بمثابة المرجع الذي يعتمد عليه المستورد في تحديد أسعار البيع (بالعملة الوطنية مع هامش الربح) في السوق المحلية و يدرج ضمن السعر الحقوق الجمركية، حيث تعتبر هذه الأخيرة تكلفة تضاف إلى سعر الشراء و هي تختلف من دولة لأخرى و حسب طبيعة كل سلعة، ففي بعض الدول التي تشجع الاستيراد في منتوجات معنية لإحدى الصناعات، تتاح تسهيلات و تحفيزات للاستيراد، في حين تكون الحماية عقبة تعيق بعض المستوردين، و عند مرحلة التسوية يقوم المستورد بالخضوع لسعر الصرف الذي على أساسه يتم التسديد الفعلي لقيمة وارداته ⁵.

3.2 خطر الصرف والمناقصات الدولية

إن المؤسسة و هي تقوم بتقديم عرض أو تعهد في مناقصة دولية فهي تقوم بذلك بالعملة الأجنبية، و من أجل تحديد هذا العرض يكون الاعتماد في الغالب على معدل الصرف الجاري و هذا ما يعني تعرض المؤسسة لخطر الصرف منذ بداية سريان هذه المناقصة، و لكل مؤسسة طريقتها الخاصة من حيث التعامل و تقدير و تسيير هذا الخطر ⁶.

3. قياس خطر الصرف

توجد عدة أنواع لخطر الصرف و هي باختصار ⁷: خطر صرف الاستغلال، خطر صرف محاسبي، خطر صرف اقتصادي.

إن قياس خطر الصرف مقترن بطبيعة التعامل الذي تقوم به المؤسسة. فهو يختلف حسب ما إذا كانت العملية تجارية أو مجموعة من عمليات مختلفة تتمثل في تدفقات مختلفة بين المؤسسة وفروعها. و ما سنتعرض إليه هو قياس خطر الصرف المتعلق بالعمليات التجارية، حيث يستلزم الأمر بالنسبة للمؤسسة معرفة و تقييم مركز صرفها. و يساوى مركز الصرف الإجمالي للمؤسسة إلى رصيد الحقوق (أو الموجودات) والالتزامات (أو الديون) بالعملة الصعبة لهذه المؤسسة. يمكننا أيضا تحديد مركز صرف بواسطة العملة الأجنبية التي يعمل بها الحساب بنفس الطريقة. نقول عن مركز صرف أنه "مغلق" عندما يكون الرصيد المعرف سابقا معدوم. على خلاف ذلك، يكون المركز "مفتوح" إما طويل، إذا تجاوزت الموجودات الالتزامات، أو قصير، إذا كانت الموجودات أقل من الالتزامات.⁸

2.3 تقييم مركز صرف المعاملات Position de change de transactions

ينتج مركز صرف المعاملات عن العمليات التجارية و المالية المقومة بالعملة الأجنبية القابلة للتحويل في سوق الصرف إلى العملة الوطنية للمؤسسة. و هو يخص كل من المشتريات و المبيعات بالعملة الأجنبية، عمليات الاقتراض و الاستثمارات بالعملة الأجنبية، العقود و المنتجات المشتقة بالعملة الأجنبية.⁹ و يحسب مركز الصرف : بالنسبة للعملة المرجعية (بصفة عامة، هذه العملة هي العملة الوطنية (المحلية) للمؤسسة و بالنسبة للمجمعات هي عملة الشركة الأم)، لأجل فترة محدودة، عملة بعملة.

2.3 تقييم مركز صرف التوحيد Position de change de consolidation

ينتج مركز صرف التوحيد من أثر تغيرات أسعار الصرف عند توحيد ميزانيات فروع المجمع. هذه التغيرات تسجل عند كل تاريخ إقفال للميزانية و تولد فروقات بالنسبة إلى القيم المحاسبية الأصلية لاقتناء أصول الفرع. غير أن فرق التحويل يمكن أن يلغى أو يخفض جزئيا عندما تظهر قيمة مناصب أصول أو خصوم ميزانية الفرع الموحدة في حالة صافية معدومة أو ضعيفة.¹⁰

فخطر صرف التوحيد ينتج من التغير المحتمل في قيمة الأعمال المتولدة عن تحويل البيانات المالية للفروع التابعة في الخارج، ويكمن الغرض من التحويل في تقديم أو عرض القوائم المالية الموحدة للمجموعة بأكملها. فهو خطر محاسبي يخص عرض أداء المؤسسة.¹¹ و يتوقف مركز صرف التوحيد على : أهمية الفروع الأجنبية بالنسبة للشركة الأم، تموقع الفروع الأجنبية، الطرق المحاسبية المستعملة في توحيد الحسابات، مركز صرف التوحيد تعكسه عناصر الميزانية.

و يمكن تقييم مركز صرف التوحيد بواسطة عدة طرق و لكن أهمها أربعة هي :¹²

- طريقة السعر الفوري (La méthode du cours comptant) : كل عناصر الميزانية للفروع تترجم بسعر الفوري لتاريخ التوحيد.
- طريقة المال المتداول (La méthode du fonds de roulement) : هذه الطريقة تعتمد على معيار المدة و الأجل. الأصول و الخصوم الأقل من سنة تترجم بسعر فوري، أما المناصب الأخرى الأكثر من سنة تترجم بسعر تاريخي.
- الطريقة النقدية/ الغير نقدية (La méthode monétaire/non monétaire) : المناصب النقدية (أموال جاهزة، زبائن، موردون، اقتراض، ديون،...) تترجم بسعر فوري، أما المناصب الغير نقدية (مخزون، تقيّبات،...) فتترجم بسعر تاريخي.
- الطريقة الزمنية (La méthode temporelle) : هذه الطريقة هي متغير للسابقة. عندما تقيم المخزونات بتكلفة الشراء في المحاسبة الخاصة بالفرع، فإنها تترجم بنفس الطريقة في الميزانية الموحدة. أما في حالة العكس، أي عند تقييمها بسعر فوري فإنها تترجم بنفس السعر في الميزانية الموحدة.

3.3 تقييم مركز الصرف الاقتصادي

ينتج هذا المركز عن التغير في القيمة الحالية للمؤسسة بعد التغير في التدفقات النقدية المتوقعة. هذه التغيرات تسببها التغيرات الغير متوقعة في أسعار الصرف و التي قد تؤثر على مستوى المبيعات المستقبلية (الأسعار و التكاليف... إلخ). إنه خطر ذو طابع اقتصادي لأنه يؤثر على قيمة المؤسسة. و في حين أن خطر صرف المعاملات ينشأ عن التدفقات النقدية المستقبلية الأكيدة بالعملة الأجنبية التي تم توقيع العقود عليها، فخطر الصرف الاقتصادي ينشأ من التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة بالعملة الأجنبية أيضا، ولكن الغير مؤكدة. بسبب التغيرات الممكنة في أسعار الصرف و التي تفسد البيئة التنافسية.¹³

إن تقييم مركز الصرف الاقتصادي ليس بالسهل، و من أجل إدراك و ضبط خطر الصرف الاقتصادي يجب التمسك بالقيام بدراسة إستراتيجية و اقتصادية للمؤسسة مثل تحليل أسواقها، خطط أعمالها... و يجب أيضا محاولة تقدير مدى التأثير على التدفقات النقدية المستقبلية لتقلبات معدلات الصرف لبعض العملات، و هذه المهمة هي نوعا ما صعبة و لا تدخل حقيقة ضمن الحقل الوظيفي لمسير الخزينة في المؤسسة.

4. التنبؤ بأسعار الصرف

إن الوعي بوجود خطر الصرف غير كاف بل يجب أيضا التمكن من تشكيل بعض التنبؤات و التوقعات حول الأسعار المستقبلية للعملات الصعبة التي تتعامل بها المؤسسة. حيث تشكل عملية التنبؤ عنصر أساسي لمساعدة المؤسسات في مجال التجارة الدولية على اتخاذ القرارات المتعلقة باختيار الإستراتيجية المناسبة و التقنية الفعالة للتغطية ضد خطر الصرف. و بطبيعة الحال، التنبؤ هو عملية دقيقة للغاية إلا أن نتائجها لا تكون مضمونة، ولكن الدخول في سوق الصرف من دون توقع تطور أو تغيير في أسعار الصرف هو أيضا مصدر للخطر. ويمكن تحقيق هذا التوقع للتغيرات في أسعار الصرف باستخدام طريقتين متكاملتين : التحليل الاقتصادي و التحليل الإحصائي (التقني).¹⁴ وتوجد عدة طرق للتحليل التقني أهمها :¹⁵ الطريقة البيانية (chartisme) و التحليل النظامي (الرقمي).

III. استراتيجيات و تقنيات التغطية ضد خطر الصرف

1. استراتيجيات تغطية خطر الصرف

مقارنة بتغطية خطر الصرف و ما يتطلبه ذلك من تكلفة أو عدم التغطية و كذلك أمام مشكلة اختيار التقنية المعتمدة و المناسبة يقف مسير الخزينة أمام عدة اختيارات :¹⁶ عدم التغطية، التغطية النظامية، التغطية الانتقائية. و عندما يختار مسير الخزينة إستراتيجية التغطية ضد خطر الصرف سيجد نفسه أمام عدة اختيارات فيما يخص بتقنيات التغطية سواء الداخلية أو الخارجية.

2. تقنيات التغطية ضد خطر الصرف

1.2 تقنيات التغطية الداخلية

بواسطة التقنيات الداخلية لتسيير خطر الصرف، ندرك مجموعة من التقنيات والإجراءات التي يمكن وضعها من طرف المؤسسة من داخل تنظيمها أو من داخل المجمع، دون الحاجة للاستعانة بأسواق أو شركاء أجنب، لكي تقلل أو تتجنب خطر الصرف.

• اختيار عملة الفوترة Le choix de la monnaie de facturation

عملة الفوترة هي العملة التي يتم بها تحرير عقود البيع و عقود الشراء الدولية.¹⁷ و لتفادي خطر الصرف، فإن العديد من المؤسسات، خاصة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة تختار تحرير صادراتها بالعملة الوطنية و تحاول الحصول من مورديها الأجانب على إمكانية التسديد لهم بالعملة الوطنية خاصة عندما تكون قابلة للتحويل. و بذلك فإن المصدر (المستورد) الذي يتعاقد بعملة الوطنية يصبح يعرف تماما القيمة التي سيقبضها (سيدفعها) عند تاريخ الاستحقاق. و لتجنب كل خطر، يجب ألا يحتوي العقد المحرر بالعملة الوطنية على بند تصحيح الأسعار une clause "de correction de prix" مؤثر بالنسبة لعملة صعبة مرجعية. فإذا أضاف الزبون أو المورد بندا ما، فإن العملة المحررة بالعملة المحلية تصبح مرتبطة بتقلبات أسعار العملة الصعبة المرجعية.¹⁸

• التأثير على الآجال Le termillage

هي طريقة تكمن في التعديل حالة بحالة، بتعجيل أو بإبطاء آجال التسوية للاستيراد و التصدير.¹⁹ و تسمى هذه التقنية أيضا Leads and Lags، و بذلك نميز بين مصطلحين : التعجيل Leading و يقصد به سداد التزام مالي في موعد مبكر عن استحقاقه. أما التباطؤ Lagging فهو سداد التزام مالي بعد فترة من تاريخ استحقاقه.²⁰

و يمكن استخدام هذه التقنية من قبل شركة مستوردة أو مصدرة، فمن حيث المبدأ، يتعلق التأثير على الآجال termillage بمدى قوة وضعف العملات محل التعاقد. ويمكن استخدام عدة طرق في آن واحد أو على التوالي.²¹

- تغيير تاريخ فوترة الواردات والصادرات. عندما يتموقع الفرع في البلد الذي عملته ضعيفة، وإذا كانت عملة الفوترة هي عملة المتعاقد، يجب تعجيل تسوية الواردات أما بالنسبة للصادرات فيجب إبطاؤها.
- تغيير النسبة بين التسويات النقدية و التسويات الأجلة وفقا لتطور عملات الفوترة. هذا ينتهي بقرار عدم اتخاذ أية تغطية للواردات بالعملات الضعيفة والتغطية لأجل للواردات بالعملة الصعبة القوية. نفس المبدأ في الاتجاه المعاكس بالنسبة للصادرات.
- تغيير أجل التسوية داخل المجموعة.

و يبين الجدول (1) أهم القرارات المتخذة حسب اتجاه العملة الأجنبية، و يلاحظ أن نوايا المستورد و المصدر متعكسة حول توقعاتهما لاتجاهات تقلبات الصرف و محاولة كل طرف الاستفادة من المزايا الملائمة و محاولة تحميل الجزء الأكبر من خسائر الصرف للطرف الآخر.

• تأشير البنود النقدية (تأشير العقود) Indexation des clauses monétaires

من أجل الحماية ضد خطر الصرف، في بعض الأحيان و جزئيا فقط، هناك شروط عديدة للتسعير يمكن إلحاقها بالعقود من طرف المصدرين أو المستوردين و تتمثل في :²² شرط تبني أسعار متناسبة مع تقلبات الصرف، شرط تبني أسعار متناسبة مع تقلبات أسعار الصرف مع الإغفاء، شرط الخطر المتقاسم و شرط الخيار.

• المقاصة الداخلية Le netting

تعتبر المقاصة من الأساليب الأكثر شيوعاً لتسوية الحقوق و الالتزامات قصيرة الأجل التي تستخدم فيها عملات مشتركة، و تتم المقاصة عن طريق تصفية الحقوق و الالتزامات المشتركة لطرفين أو أكثر و بعمليات متماثلة بحيث لا يظهر إلا الرصيد الصافي و تتخذ المقاصة شكلاً ثنائياً و تتعلق بشركتين تتحقق بينهما علاقات تجارية متبادلة كأن تباع الشركة الأم لفرعها الأجنبي منتجات نصف مصنعة ثم بعد ذلك تعود و تشتري منتجات تامة الصنع من نفس النوع. أو جماعياً و الطريقة هي الأكثر استخداماً في التجمعات الكبيرة المتعددة الجنسيات. والهدف من ذلك هو تقليل عدد وقيمة التحويلات داخل التجمع لتقليل المصاريف المالية. حيث أن مقاصة مختلف الحقوق و الديون وجميع المعاملات المالية ستسمح للتجمع بالتقليل من التعرض لخطر الصرف ، لأن أرصدة العمليات فقط هي التي سوف تتعرض لخطر الصرف و تسير من طرف التجمع و ليس من طرف كل فرع على حدى. يمكن للمؤسسة وفقاً لهذه التقنية أن تخفض خطر الصرف بمقاصة التحصيلات و التسديدات المعبر عنها بنفس العملة بهدف أن يكون مركز صرفها إلا على الرصيد. وهذا يعني أن المقبوضات بالعملة الصعبة تستخدم لتسوية الديون التي تكون بنفس العملة. إن فعالية تقنية المقاصة الداخلية تتحقق بمراعاة الشروط التالية: ²³

- التنسيق الوثيق بين مركز المقاصة والوحدات الأخرى التابعة للتجمع متعددة الجنسيات؛
- تطابق تواريخ تسوية الحقوق والديون بالنسبة لجميع وحدات المجمع المتعددة الجنسيات؛
- مركزية العمليات المالية على عدد قليل من البنوك التي لها فروع في العديد من البلدان.

• التجميع النقدي Le Cash pooling

تتمثل هذه التقنية في تحسين تسيير سيولات المجمع بالسماح بالتغطية الكلية أو الجزئية لاحتياجات بعض فروع المجمع من خلال فوائض الفروع الأخرى. و يمكن استخدام هذه التقنية على المستوى الوطني أو الدولي بنفس العملة أو بعملات مختلفة و خاصة باستخدام مبادلات الصرف Swaps. ²⁴ عموماً فالميزة الأساسية للتجميع النقدي هي الوصول المباشر لكل عضو (طرف) له موارد أموال المشتركة « Pool » لأجل تحويل هذه الفوائض. تماماً مثل المقاصة، فالتجميع النقدي يحتوى على إجراء كامل للتطابق و نقطة مركزية للمراقبة. و هذا يسهل تحليل الاحتياجات النقدية، الفوائض، و مراكز الصرف الموحدة و بالنتيجة التغطية النقدية « monetary hedging » ²⁵.

لا تقتصر التقنيات الداخلية لتغطية خطر الصرف على التقنيات المذكورة بل تتنوع كثيراً (توجد أيضاً تقنية : مركز إعادة الفوترة، القروض المتوازنة، القروض المدعومة،...) و هي كما أشرنا سابقاً في تطور مستمر و تختلف من دولة لأخرى. لكن في ظل تطور مختلف الأدوات المالية و الأشكال النقدية فإن اعتماد المؤسسة دولية النشاط على التقنيات الداخلية فقط أصبح غير كاف مما يستوجب اللجوء إلى التقنيات الخارجية للتغطية و بالتالي تزداد فرصها لتجنب خطر الصرف أو تقليله.

2.2 التقنيات الخارجية لتغطية خطر الصرف

يقصد بالتقنيات الخارجية ما تقوم به المؤسسة من الدخول في علاقات تعاقدية مع طرف آخر خارجي لتغطية مخاطر أسعار الصرف، و هي تقتضي اللجوء إلى الأسواق النقدية و الأسواق الآجلة وأسواق المشتقات المالية. و على عكس التقنيات الداخلية، فإن استخدامها من قبل المؤسسة مكلف جداً و فيما يلي سيتم عرض أهم هذه التقنيات.

• العقود الآجلة "forwards" Les contrat à terme

العقد الآجل هو التزام لشراء أو بيع في الموعد المتفق عليه (تاريخ لاحق) و بسعر ثابت عند إبرام العقد، مبلغاً معيناً من العملة الصعبة ²⁶. و تكمن هذه التقنية في إلغاء مركز الصرف، بمعنى إلغاء المركز القصير عن طريق شراء عملة صعبة من البنك والمركز الطويل من خلال عملية بيع. إن هذه العمليات تُنفذ على أسعار محددة مسبقاً، والقيمة المقابلة بالعملة الوطنية غير مرتبطة تماماً بتقلبات الأسعار. يجب أن يتزامن تاريخ استحقاق عقد الصرف الآجل مع التاريخ الذي يتم فيه قبض الإيرادات أو دفع النفقات بالعملة الأجنبية. ²⁷ يمكن أن يأخذ العقد الآجل شكل بيع آجل للعملة الصعبة (تغطية الصادرات) أو شراء آجل للعملة الصعبة (تغطية الواردات). و يجب على المتعامل في سوق العقود أن يتخذ مركز معاكساً لمركزه في السوق الفوري. المصدر الذي يتوقع انخفاض أسعار العملة الصعبة التي حررت بها حقوقه يحمي مركزه عن طريق بيع عقود آجلة. المستورد الذي يتوقع ارتفاع العملة الصعبة التي حررت بها ديونه يحمي مركزه عن طريق شراء عقود آجلة. ²⁸ يختلف سعر الصرف الآجل في سوق العقود عن السعر الفوري، يمكن أن يكون أكبر أو أصغر منه. و ينتج الفرق بين السعر الآجل والسعر الفوري من فروق معدلات الفائدة بين العملات الصعبة الأجنبية والعملة المحلية، و يسمى هذا الفرق "points de terme". و يتجسد في علاوة أو خصم حسب الفرق ما إذا كانت إيجابية أو سلبية على التوالي، فإذا كان سعر الصرف الآجل أكبر من السعر الفوري للصرف فيقال إن العملة بعلاوة report أما إذا كان سعر الصرف الآجل أقل من السعر الفوري فهنا يكون الحديث عن خصم déport. و بذلك فإن الحماية ضد خطر الصرف تُظهر نتيجة مالية إيجابية أو سلبية، حسب ما إذا كان المتعامل بعلاوة أو خصم، و حسب ما إذا كان المتعامل الذي يقوم بالتغطية مصدراً أو مستورداً.

و تتحدد نسبة العلاوة أو الخصم بالعلاقة التالية :

$$\text{معدل الخصم (العلاوة)} = \frac{\text{السعر الآجل} - \text{السعر الفوري}}{\text{السعر الفوري}} \times \frac{12}{N} \times 100$$

حيث : N عدد أشهر العقد الآجل.

• مبادلات الصرف و العملات الأجنبية Les swaps de change et de devise

تعتبر عملية المبادلة بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية أداة ملائمة للتوظيف الظرفي لفائض عملة غير مطلوبة مباشرة، كما تعتبر وسيلة للتمويل من خلال الحصول على مبالغ ائتمانية توجهها المؤسسة لتعبئة استثماراتها. و ترتبط التدفقات النقدية التي يقوم بها المتعاقدون بقيمة عملات أجنبية أو قد ترتبط بعمليات أداء ديون وفق معدلات فائدة ثابتة أو معومة، و لذلك يوجد نوعان من المبادلات الموجهة لتغطية خطر الصرف هما مبادلات الصرف و مبادلات العملات الأجنبية.

- مبادلات الصرف Les swaps de change

تكمّن في شراء (بيع) فوري للعملات الأجنبية، وفي نفس الوقت، بيع (شراء) آجل وتستخدم في حالة وجود فائض في عملة صعبة ما و حاجة لعملة صعبة أخرى.

- مبادلات العملات الأجنبية Les swaps de devise

يكمّن الهدف من هذا النوع المبادلات في تبادل قرض بعملة صعبة ما مقابل قرض بعملة صعبة أخرى. و توجد ثلاث مراحل. أولاً، تبادل أصل القرض بالسعر الفوري. ثانياً، تبادل دفع الفوائد عند تاريخ القصاص. و ثالثاً، استرجاع أصل القرض عند تاريخ استحقاق المبادلة و عادة يكون بسعر الصرف الابتدائي. و يحدد عقد مبادلة العملات الأجنبية : مبلغ عملية المبادلة، أسعار الصرف (الفورية و الآجلة)، تاريخ انطلاق المبادلة، مدة العقد، آجال التدفقات، طبيعة أسعار الفائدة (ثابت / متغير). و توجد ثلاث أنواع من مبادلات العملات الأجنبية : مبادلة العملات الأجنبية بمعدل ثابت مقابل معدل ثابت، مبادلات العملات الأجنبية بمعدل ثابت مقابل معدل عائِم، مبادلات العملات الأجنبية بمعدل عائِم مقابل معدل عائِم.

• مستقبلات الصرف (العقود الآجلة في الأسواق المنظمة) Les futures de change

عقود المستقبلات على العملات الأجنبية هي عقود لأجل آين يلتزم المتعاملون بشراء أو بيع كمية معينة من العملات الأجنبية، لأجل محدد و بسعر محدد مسبقاً.

من خلال شراء عقود مستقبلية على عملة، نكون في مركز طويل على تلك العملة. هذه العملية تتيح تغطية قصيرة لعون اقتصادي له مركز قصير على النقد (على سبيل المثال يجب على المستورد الدفع بالعملة الأجنبية ، و يجد نفسه معرض لخطر ارتفاع هذه الأخيرة). في المقابل، يسمح بيع العقد باتخاذ مركز قصير على تلك العملة. و تسمح هذه العملية بالتحوط ضد مركز طويل بالعملة (حالة المصدر الذي يجب أن يحصل على سداد بعملة ما و يخشى انخفاض هذه الأخيرة).

من خلال ما سبق نجد أن التغطية بواسطة عقود لمستقبلات هي مماثلة لتلك المتعلقة بالعقود الآجلة forward، غير أن هناك ثلاثة اختلافات كبيرة بين هذين النوعين من العقود :²⁹

- يتم تداول العقود المستقبلية في الأسواق المنظمة: بالتالي إنها أكثر سيولة من نظيرتها العقود الآجلة Forward. هذه العقود منمطة (الكميات و آجال التسليم محددة من طرف البورصات آين تتم معالجتها)، وبالتالي تشكل أكثر صعوبة في التكيف مع احتياجات المؤسسة؛
- الأرباح والخسائر المسجلة بواسطة المراكز على المستقبلات للطرفين (البائع والمشتري) تسوى كل يوم وليس لتاريخ الاستحقاق كما هو الحال بالنسبة إلى العقود الآجلة. وهكذا، لو تشتري المؤسسة عقد مستقبلي للنفط والذي تبدأ أسعاره في الانخفاض، يتوجب عليها أن تدفع للبائع. الرصيد اليومي للمراكز يؤدي إلى تحويل العقود المستقبلية إلى عقود آجلة يومية، والتي قد تتأثر أسعارها؛
- عندما يتم شراء عقد مستقبلي أو بيع، يجب على الأطراف دفع نسبة مئوية من قيمة العقد التي تتوافق مع "الهامش" لإزالة أي خطر للعجز؛
- العقود المستقبلية تستوجب وديعة ضمان أما العقود الآجلة فلا تستوجب ضمان؛
- في مستقبلات الصرف يجري التسليم من خلال غرفة مقاصة في إطارها تتم تسوية الصفقات و ضمان تنفيذ العقود في حين العقود الآجلة تتم مباشرة مع البنك.

• خيارات الصرف Les options de change

هي عقد يعطي لحامله الحق - و ليس الالتزام - في شراء أو بيع عملات بسعر محدد و لأجل محدد عادة من أسابيع إلى أشهر. و يتحدد أجل إمكانية تنفيذ مشتري الخيار لهذا الحق حسب نوع الخيار :³⁰

- في الخيار الأمريكي : الحق يمكن أن ينفذ خلال كامل مدة الخيار (في أي يوم عمل) ؛
 - في الخيار الأوروبي : الحق لا يمكن أن ينفذ إلا عند تاريخ الاستحقاق.
- يخول هذا الحق لمشتري الخيار إمكانية تنفيذ مضمون العقد من عدمه، مقابل علاوة يدفعها للبائع عند التعاقد و لا تُرد سواء نفذ المشتري حقه أو لم يمارسه. أما بائع الخيار يلتزم بشراء أو بيع العملات إذا نفذ المشتري حقه في الخيار. عند تسوية عقد الخيار le dénouement d'une option le dénouement d'une option يتميز بين ثلاث حالات :³¹

- عدم تنفيذ الخيار إذا كان سعر الصرف في السوق أفضل من سعر التنفيذ ؛
- تنفيذ الخيار من طرف مشتري الخيار في الحالة المعاكسة ؛
- أو إعادة بيع العملات و ذلك قبل تاريخ التنفيذ.

و هناك أربع عناصر تميز خيار الصرف : السعر الفوري (سعر العملة السائد في السوق)، سعر التنفيذ (السعر المتفق عليه في العقد)، الأجل و العلاوة (مبلغ من المال يدفعه مشتري الخيار للبائع عند التعاقد و لا يُرد سواء نفذ المشتري حقه في الخيار أو لم يُنفذ). و الجدول رقم (2) يلخص حالات تسوية عقد الخيار.

• أنواع خيارات الصرف

المتعاملان الرئيسيان في سوق الخيارات هما المشتري و البائع. فبالنسبة لمشتري الخيار خطر الخسارة يكون محدودا بالعلاوة أما فرصة الربح فهي غير محدودة. أما بالنسبة لبائع الخيار تكون فرصة الربح محدودة بالعلاوة و خطر الخسارة غير محدود. و هو ما يمكن تأكيده من خلال عرض أنواع الخيارات بأخذ بعين الاعتبار الوضعيات الممكنة في السوق (الشراء، البيع) و أصناف الخيارات (Call، Put)، و يمكن أن نميز بين أربعة أنواع كالآتي:³²

- شراء خيار الشراء L'achat d'un call

- بيع خيار الشراء La vente d'un call

- شراء خيار البيع L'achat d'un put

- بيع خيار البيع La vente d'un put

• التسبيقات بالعملات الصعبة Les avances en devises

تصمم هذه التقنية للاستيراد والتصدير على حد سواء. التسبيق بالعملات الأجنبية للتصدير ADE، هو أداة للتغطية ضد خطر الصرف و وسيلة للتمويل على المدى القصير. والواقع أن المصدر يحصل على مبلغ بالعملات الأجنبية من وراء صفقة تجارية، وبالتالي يستفيد من السعر الفوري وليس من السعر الأجل.³³ بالنسبة للمصدر فهو يقترض مبلغ بالعملات الأجنبية يتطابق من حيث النوع و الكمية و المدة مع حقوقه التي هي في ذمة المستورد. ثم يقوم بتحويل هذا المبلغ فوراً إلى عملته الوطنية. و عند تاريخ الاستحقاق، يجب عليه تسديد رأس المال المقترض (من خلال دفع المشتري الأجنبي له) والفوائد (من خلال موارده الذاتية). و لكن التسبيق بالعملات الأجنبية لا يسمح إطلاقاً بالاستفادة من التطورات المواتية لأسعار العملات. كما أن المصدر يتحمل خطر صرف على الفوائد، لأن هذه الأخيرة تدفع في نهاية أجل الاستحقاق و بالعملات الصعبة. و بالتالي هذه التقنية تسمح من التقليل من خطر الصرف و ليس التغطية الكلية. أما بالنسبة للمستورد، فيقوم بشراء مقادير مكافئة لالتزاماته (يطلب من بنكه تسبيق بالعملة الصعبة) بسعر صرف فوري، و هكذا فهو من جهة ضحي بالانتمان الذي منحه إياه المصدر و من جهة أخرى عملية شراء هذه العملة تتطلب اقتطاع مبالغ من العملات كان يمكن توجيهها إلى جوانب أخرى. ومع ذلك، فإن التسبيق في الديون في إطار عملية الاستيراد لا يسمح بالتغطية ضد خطر الصرف لأن المستورد يشتري العملات الصعبة عند أجل الاستحقاق في السوق الفوري. و بالتالي، السعر لم يكن ثابت (أو مجمد) عند توقيع العقد (أو عند التسبيق بالعملات الصعبة).³⁴

IV. دراسة تسيير خطر الصرف في شركة أرسلور ميتال عناية

إن التعرض لخطر الصرف في المؤسسة الاقتصادية، التعرف على كيفية قياسه و السعي إلى تجنبه أو التقليل من حدته في إطار نظري فقط لا يمكن أن يتسم بالواقعية إلا إذا تمّ ربطه بالواقع المعاش. لذلك، سنحاول إسقاط ما تناولناه في الجانب النظري على إحدى المؤسسات الاقتصادية الجزائرية الدولية النشاط ألا و هي شركة أرسلور ميتال فرع عناية.

1. الصرف الأجنبي في إطار تشريعات بنك الجزائر

في ظل غياب سوق صرف في الجزائر فإن بنك الجزائر يبقى السلطة الوحيدة التي تتولى أداء وظائف سوق الصرف الأجنبي، حيث يعمل هذا البنك على متابعة تطور أسعار الصرف و ذلك لحماية المؤسسات الاقتصادية الجزائرية الدولية النشاط على غرار شركة أرسلور ميتال - عناية - من تقلبات الحادة لأسعار الصرف بصفة خاصة و الاقتصاد الوطني بصفة عامة. و تتمثل قوانين الصرف التي تخضع لها الشركة محل الدراسة فيما يلي :

1.1 فتح حساب بالعملة الصعبة للصادرات

منذ 1988 تم إلغاء التأشيرة المسبقة بمراقبة الصرف على ترخيصية التصدير بموجب اللائحة لوزير المالية رقم 76 المؤرخة في مارس 1988، ثم جاءت سلسلة من التنظيمات و اللوائح لبنك الجزائر لتسهيل مراقبة الصرف و وضع تدابير تشجيعية في هذا المجال :

- التنظيم رقم 02- 90 المؤرخ في 08 سبتمبر 1990 يحدد شروط فتح و سير حسابات العملة الصعبة للأشخاص المعنويين.
- اللائحة رقم 22- 94 المؤرخة في 22 أبريل 1994 المحددة لإيرادات الصادرات خارج المحروقات و المنتجات المنجمية و التي تمنح الحق للأشخاص المعنويين بفتح حسابات بالعملة الصعبة.

حيث تنص المادة 02 من اللائحة على أن الإيرادات بالعملية الصعبة المحققة في إطار تصدير المنتجات، السلع و الخدمات تعطي الحق - وفق التنظيم الساري المفعول- للأشخاص المعنوية بفتح حساب مصدر " Compte exportateur" محدد بنسبة 50 ٪ من مبلغ الإيرادات.

- اللائحة رقم 03- 98 المؤرخة في 21 ماي 1998 المكمل لللائحة رقم 22- 94، تنص في المادة 02 فقرة 02 على أن المبالغ بالعملات الصعبة تكون محدودة بنسبة 10 ٪ بالنسبة للصادرات خارج المحروقات و المنتجات المنجمية المقبوضة، مستخرجة من النسبة المحددة أعلاه في المادة رقم 02، يمكن أن تستعمل حسب إرادة المصدر و تحت مسؤوليته في إطار عرض صادراته.

2.1 آجال قبض عوائد الصادرات

يجب على المصدرين ترحيل ناتج صادراتهم عند تاريخ استحقاق الدفع. كما يجب ألا يتعدى أجل تسديد الصادرات 120 يوم من تاريخ شحن البضائع إلا بترخيص من بنك الجزائر. و هذا ما تنص عليه المادة 05 من نظام بنك الجزائر المؤرخ في 14 أوت 1991 الذي يتعلق بالتوطين و جاء فيها : " ... و لا يمكن أن يتم التوطين إلا بعد ترخيص من المصالح المختصة لبنك الجزائر عندما يكون تسديد التصدير يتعدى 120 يوما". و المقصود بالتوطين بالنسبة للمصدر أن يختار قبل التصدير بنكا له صفة الوسيط يلتزم لديه بالقيام بالعمليات و الإجراءات المصرفية المنصوص عليها في التنظيم المعمول به.

و جاء في المادة 11 من نفس النظام : " كما يجب أن لا يتعدى أجل تسديد الصادرات عشرين و مائة يوم من تاريخ شحن البضائع إلا بترخيص من بنك الجزائر.

2. تقنيات التغطية الداخلية المطبقة في الشركة ضد خطر الصرف

1.2 تقنية اختيار عملة الفوترة

رغم أن شركة أرسلور ميتال تقوم بعمليات تصدير و استيراد على حد سواء غير أنه لا يمكن لها استخدام هذه التقنية في حالة قيامها بعملية الاستيراد بسبب ضعف تنافسيتها على المستوى الدولي من جهة و ضعف العملة المحلية من جهة أخرى. أما في حالة التصدير فالشركة كطرف دائن تكون في وضع أفضل يسمح لها باختيار عملة الفوترة، و لكن لم يظهر لنا تطبيقها لهذه التقنية بشكل مباشر و إنما اتضح لنا ذلك بعد إطلاعنا و تحليلنا لبعض عقود التصدير التي أبرمتها الشركة خلال السنوات الأخيرة.³⁵

سنة 2007

اختارت الشركة الدولار الأمريكي كعملة فوترة لهذه العملية.

- تاريخ إبرام العقد: 2007/09/13.
- تاريخ الفوترة: 2007/12/15.
- تاريخ التسوية (القبض): 2008/01/06.
- المبلغ الإجمالي: 4840000 دولار أمريكي.
- أسعار الصرف "أسعار الشراء" عند تاريخ الفوترة:
- $4503 \text{ DZD} = 1 \text{ USD}$
- $1 \text{ EUR} = 97.2219 \text{ DZD}$
- $1 \text{ EUR} = 1.4631 \text{ USD}$
- أسعار الصرف "أسعار الشراء" عند تاريخ التسوية:
- $1 \text{ USD} = 66.2946 \text{ DZD}$
- $1 \text{ EUR} = 97.5653 \text{ DZD}$
- $1 \text{ EUR} = 1.4717 \text{ USD}$

في هذه الحالة تكون قيمة المقبوضات بالدينار كالاتي:

- تاريخ التسوية: 2007/01/06.
- المقبوضات بالدولار: 4840000 دولار أمريكي.
- سعر الصرف: $1 \text{ USD} = 66.4503 \text{ DZD}$
- المقبوضات بالدينار $66.4503 \times 4840000 =$

$= 320865864$ دينار جزائري

لكن لو اختارت الشركة الأورو عملة للفوترة ستحصل على:

- المبلغ بالدولار: 4840000 دولار أمريكي.
- سعر الصرف: $1 \text{ EUR} = 1.4631 \text{ USD}$
- المبلغ المقابل بالأورو: $1.4631/4840000 = 3308044.56291$ أورو
- سعر الصرف: $1 \text{ EUR} = 97.5653 \text{ DZD}$
- المقبوضات بالدينار $97.5653 \times 3308044.56291 =$

$= 322750360.1937$ دينار جزائري

الفرق بين المقبوضات (خسارة صرف) = 320865864 - 322750360.1937
= 1884496.1937 دينار جزائري

سنة 2008

اختارت الشركة الدولار الأمريكي كعملة فوترة لهذه العملية.

- تاريخ إبرام العقد: 2008/01/27.
- تاريخ الفوترة: 2008/07/08.
- تاريخ التسوية (القبض): 2008/08/05.
- المبلغ الإجمالي: 208599,80 دولار أمريكي.
- أسعار الصرف "أسعار الشراء" عند تاريخ الفوترة:

$$1 \text{ USD} = 61,4962 \text{ DZD}$$

$$1 \text{ EUR} = 96,6384 \text{ DZD}$$

$$1 \text{ EUR} = 1,5714 \text{ USD}$$

أسعار الصرف "أسعار الشراء" عند تاريخ التسوية:

$$1 \text{ USD} = 60,8883 \text{ DZD}$$

$$1 \text{ EUR} = 94,7574 \text{ DZD}$$

$$1 \text{ EUR} = 1,5562 \text{ USD}$$

في هذه الحالة تكون قيمة المقبوضات بالدينار كالاتي:

- تاريخ التسوية: 2008/08/05.

$$1 \text{ USD} = 60,8883 \text{ DZD}$$

$$\text{المقبوضات بالدينار} = 208599,80 \times 60,8883$$

$$= 12701287,2023 \text{ دينار جزائري}$$

لكن لو اختارت الشركة الأورو عملة للفوترة ستحصل على:

- المبلغ بالدولار: 208599,80 دولار أمريكي.

$$1 \text{ EUR} = 1,5714 \text{ USD}$$

$$\text{المبلغ المقابل بالأورو: } 208599,80 / 1,5714 = 132747.7409 \text{ أورو.}$$

$$\text{المقبوضات بالدينار} = 132747.7409 \times 94,7574$$

$$= 12578830.7835 \text{ دينار جزائري}$$

الفرق بين المقبوضات (ربح صرف) = 12701287.2023 - 12578830.7835

$$= 122456.4188 \text{ دينار جزائري}$$

سنة 2009

اختارت الشركة الدولار الأمريكي كعملة فوترة لهذه العملية.

- تاريخ إبرام العقد: 2009/02/04.

- تاريخ الفوترة: 2009/02/04.

- تاريخ التسوية (القبض): 2009/03/18.

- المبلغ الإجمالي: 394441,41 دولار أمريكي

- أسعار الصرف "أسعار الشراء" عند تاريخ الفوترة:

$$1 \text{ USD} = 71,33551 \text{ DZD}$$

$$1 \text{ EUR} = 92,1069 \text{ DZD}$$

$$1 \text{ EUR} = 1,2912 \text{ USD}$$

أسعار الصرف "أسعار الشراء" عند تاريخ التسوية:

$$1 \text{ USD} = 71,3864 \text{ DZD}$$

$$1 \text{ EUR} = 93,4220 \text{ DZD}$$

$$1 \text{ EUR} = 1,2906 \text{ USD}$$

في هذه الحالة تكون قيمة المقبوضات بالدينار كالاتي:

- عند تاريخ التسوية: 2009/03/18.

$$1 \text{ USD} = 71,3864 \text{ DZD}$$

$$\text{المقبوضات بالدينار} = 394441,41 \times 71,3864$$

$$= 28157752,27 \text{ دينار جزائري}$$

لكن لو اختارت الشركة الأورو عملة للفوترة ستحصل على:

- المبلغ بالدولار: 394441,41 دولار أمريكي.

$$1 \text{ EUR} = 1,2912 \text{ USD}$$

$$\text{المبلغ المقابل بالأورو: } 394441,41 / 1,2912 = 305484,3634 \text{ أورو}$$

- المقبوضات بالدينار = $93,4220 \times 305484,3634$
 = 28538960,2 دينار جزائري
 الفرق بين المقبوضات (خسارة الصرف) = $28538960,2 - 28157752,27$
 = - 381207,9276 دينار جزائري

◀ سنة 2009

- اختارت الشركة الأورو كعملة فوترة لهذه العملية.
- تاريخ إبرام العقد: 2009/07/01.
- تاريخ الفوترة: 2009/07/02.
- تاريخ التسوية (القبض): 2009/10/23.
- المبلغ الإجمالي: 631875 أورو.
- أسعار الصرف "أسعار الشراء" عند تاريخ الفوترة:
- $DZD71.33551 \text{ USD} =$
- $DZD92.10691 \text{ EUR} =$
- $1 \text{ EUR} = 1.2912 \text{ USD}$
- أسعار الصرف "أسعار الشراء" عند تاريخ التسوية:
- $1 \text{ USD} = 71.6127 \text{ DZD}$
- $1 \text{ EUR} = 106.7227 \text{ DZD}$
- $1 \text{ EUR} = 1.4903 \text{ USD}$

في هذه الحالة تكون قيمة المقبوض بالدينار كالآتي:

- تاريخ التسوية: 2009/10/23.
- المقبوضات بالأورو: 631875 أورو.
- سعر الصرف: $1 \text{ EUR} = 106.7227 \text{ DZD}$
- المقبوضات بالدينار = 106.7227×631875
 = 67435406.0625 دينار جزائري
- لكن لو اختارت الشركة الدولار الأمريكي عملة للفوترة ستحصل على:
- المبلغ بالأورو: 631875 أورو.
- سعر الصرف: $1 \text{ EUR} = 1.2912 \text{ USD}$
- المبلغ المقابل بالدولار: $1.2912 \times 631875 = 815877$ دولار أمريكي.
- سعر الصرف: $1 \text{ USD} = 71.6127 \text{ DZD}$
- المقبوضات بالدينار = 71.6127×815877
 = 58427154.8379 دينار جزائري
- الفرق بين المقبوضات (ربح صرف) = $58427154.8379 - 67435406.0625$
 = 9008251.2246 دينار جزائري

◀ سنة 2010

- اختارت الشركة الدولار الأمريكي كعملة فوترة لهذه العملية.
- تاريخ إبرام العقد: 2010/02/18.
- تاريخ الفوترة: 2010/02/26.
- تاريخ التسوية (القبض): 2010/04/01.
- المبلغ الإجمالي: 961189.90 دولار أمريكي.
- أسعار الصرف "أسعار الشراء" عند تاريخ الفوترة:
- $1 \text{ USD} = 73.0012 \text{ DZD}$
- $1 \text{ EUR} = 98.9122 \text{ DZD}$
- $1 \text{ EUR} = 1.3549 \text{ USD}$
- أسعار الصرف "أسعار الشراء" عند تاريخ التسوية:
- $1 \text{ USD} = 73.3350 \text{ DZD}$
- $1 \text{ EUR} = 98.0398 \text{ DZD}$
- $1 \text{ EUR} = 1.3369 \text{ USD}$
- في هذه الحالة تكون قيمة المقبوضات بالدينار كالآتي:
- تاريخ التسوية: 2010/04/01
- المقبوضات بالدولار: 961189.90 دولار أمريكي.
- سعر الصرف: $1 \text{ USD} = 73.3350 \text{ DZD}$
- المقبوضات بالدينار = 73.3350×961189.90

= 70488861.3165 دينار جزائري

لكن لو اختارت الشركة الأورو عملة للفوترة ستحصل على:

- المبلغ بالدولار: 961189.90 دولار أمريكي
- سعر الصرف: 1EUR = 1.3549 USD
- المبلغ المقابل بالأورو: 1.3549/961189.90 = 709417.5954 أورو
- سعر الصرف: 1EUR = 98.0398 DZD
- المقبوضات بالدينار = 98.0398 × 709417.5954 = 69551159.169

الفرق بين المقبوضات (ربح صرف) = 70488861.3165 - 69551159.1694 = 937702.1471 دينار جزائري

= 937702.1471 دينار جزائري

و يمكن تلخيص نتائج الصرف المحققة من عمليات التصدير المدروسة في الجدول رقم (3).

• تعليق

- من خلال تحليلنا لعينة صغيرة من عقود التصدير يمكن القول أن الشركة تحسن اختيار عملة الفوترة في أغلب الأحيان، و تحقق منها أرباح صرف كما هو الحال سنة : 2008، 2009، 2010.
- أما حالات الخسارة الناتجة عن خطر الصرف كما هو الحال سنة : 2007، 2009. فقد بررها مسير الخزينة (قسم المالية) و مسؤول مصلحة التصدير (قسم التسويق) بما يلي :
- مراعاة رغبة الزبون في اختيار عملة الفوترة خاصة إذا كان من الزبائن الأوفياء.
- تفضل الشركة التعرض لخسارة صرف - و التي تكون في أغلب الأحيان مهمة - بدلا من الخسارة الناتجة عن عدم بيع منتجاتها.
- في بعض الأحيان، يلعب الوضع التنافسي للبلد المستورد دور كبير في التأثير على الشركة مما يجعلها تقبل الفوترة بالعملة التي يختارها الزبون.
- توجد بعض الحالات الاستثنائية على غرار مصر، تتعامل فقط بعملة واحدة (الدولار الأمريكي بالنسبة لمصر) و هنا تكون الشركة مضطرة لقبول فوترة عقودها مع مصر بالدولار الأمريكي حتى و لو يكون الأورو في وضع أفضل.
- بالرغم من أن تقنية اختيار عملة الفوترة سهلة الاستخدام و غير مكلفة غير أن تطبيقها في الشركة نسبي و نتائجها غير مضمونة. و عليه مهما تعددت أسباب و نتائج اختيار عملة الفوترة، يبقى التفاوض على الأسعار هو الهاجس الذي تولى له الشركة الاهتمام الأكبر، حيث تحاول تعويض جزء من خسارة الصرف من خلال تعظيم أرباحها التجارية (التسويق الجيد لمنتجاتها).

2.2 تقنية المقاصة الداخلية

إن التشريعات (قوانين الصرف) في الجزائر لا تسمح باستخدام هذه التقنية، كما لا يمكن استخدامها إلا بعد الحصول على الترخيص من وزارة المالية في ظل بعض الظروف الخاصة و هو ما جاءت به الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية في العدد 74 بتاريخ 15 ذو القعدة عام 1428 هـ الموافق لـ 25 نوفمبر سنة 2007م. وفق قانون رقم 07-11 المؤرخ في 15 ذو القعدة عام 1428 هـ الموافق لـ 25 نوفمبر سنة 2007 م، فيما يتعلق بالنظام المحاسبي المالي حيث تنص المادة 15 من هذا القانون على ما يلي : " لا يمكن إجراء أي مقاصة بين عنصر من الأصول و عنصر من الخصوم، و لا بين عنصر من الأعباء و عنصر من المنتجات، إلا إذا تمت المقاصة على أسس قانونية أو تعاقدية، أو إذا كان من المقرر أصلا تحقيق عناصر هذه الأصول و الخصوم و المنتجات بالتتابع، أو على أساس صاف".

و يرجع منع تطبيق تقنية المقاصة الداخلية بالدرجة الأولى إلى أسباب جبرية، كون هذه التقنية تقلل من التدفقات النقدية و بالتالي تقلل من النتيجة المالية التي تفرض عليها الضريبة

3. تقنيات التغطية الخارجية المطبقة في الشركة ضد خطر الصرف

1.3 تقنية العقود الآجلة (شراء عملات أجنبية لأجل)

من خلال الأسئلة التي وجهناها لمسير الخزينة حول هذه التقنية، اتضح لنا أن هذه الشركة لم تلجأ لها سوى مرة واحدة، و كان ذلك سنة 2005. و تجدر الإشارة إلى أن الشركة وقتها كانت تسمى ميتال ستيل Mittal Steel و قد تمت العملية بالتعاقد مع سيتي بنك Citibank فرع عناية.

• سبب اللجوء إلى التقنية

خلال تلك الفترة، اطلعت الشركة على تقديرات أسعار الصرف باللجوء إلى بنك الجزائر، حيث تبين لها أن سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الجزائري سيرتفع. لذلك، لجأت الشركة إلى تقنية العقود الآجلة من أجل التغطية ضد خطر الصرف الذي سينتج عن عمليات الاستيراد، حيث قامت بشراء دولارات أمريكية مقابل دينارات جزائرية بالشروط التالية:³⁶

- تاريخ إبرام العقد الأجل : 2005/08/10
- قيمة الدولارات المشتراة : 7000000 دولار أمريكي
- سعر الصرف الأجل : 1 USD = 73,3500 DZD
- تاريخ الاستحقاق : 2005/12/20
- المبلغ بالدينار : 513450000,00 دينار جزائري
- و بالرغم من أن الشركة قامت بعدة عمليات استيراد خلال تلك الفترة، إلا أنها اختارت تغطية العملية التي تتناسب مع شروط العقد الأجل من حيث تاريخ الاستحقاق و المبلغ الواجب الدفع.
- و يتضمن عقد الاستيراد ما يلي :
- المورد Pacific Atlantique Steel Corporation : le fournisseur
- تاريخ العقد : 2005/11/21
- تاريخ الاستحقاق : ديسمبر 2005
- المبلغ الواجب دفعه : 10072973,99 دولار أمريكي
- و للتقليل من خطر الصرف، استغلت الشركة قيمة العقد الأجل المقدرة بـ 7000000 دولار لتسوية جزء من المبلغ الإجمالي المعرض لخطر الصرف.
- أما الباقي المقدر بـ :
- $10072973,99 - 7000000 = 3072973,99$ دولار أمريكي.
- فتم دفعه بالشروط التالية :
- المبلغ بالعملة الصعبة : 3072973,99 دولار أمريكي
- سعر الصرف الفوري "سعر البيع" يوم 2005/12/25 : 1 USD = 73,4536 DZD
- المبلغ بالدينار : 225721002,27 دينار جزائري
- عمولات الصرف : 237931 دينار جزائري
- المبلغ الصافي $225721002,27 + 237931 = 225958933,27$ دينار جزائري

• جدوى استخدام التقنية

- نتيجة قيام الشركة بشراء الدولارات الأمريكية لأجل، توجب عليها دفع مبلغ مالي محسوب في الجدول رقم (4).
- نستنتج من خلال هذا الجدول أن الشركة مدينة بمبلغ **739408933,27 دينار جزائري**.
- فماذا لو لم تلجأ الشركة لهذه التقنية لتغطية مركز صرفها القصير ؟
- في هذه الحالة الشركة مدينة بمبلغ **739896202,271864 دينار جزائري**. أنظر الجدول رقم (5).
- إذا: نتيجة لجوء الشركة لهذه التقنية حققت ربح صرف بقيمة :
- $739896202,271864 - 739408933,27 = 487269,001864$ دينار جزائري.
- بالرغم من نجاح تطبيق هذه التقنية في تلك الفترة غير أن الشركة لم تلجأ إليها ثانية، و قد أرجع مسير الخزينة ذلك لسبب رئيسي يكمن في أن هذه التقنية مكلفة (عمولات الصرف) و لا تسمح بالاستفادة من التطورات المواتية لأسعار الصرف.

V- الخلاصة :

من الناحية النظرية قد تمّ عرض أهم التقنيات الداخلية و الخارجية لتغطية خطر الصرف التي تلجأ إليها المؤسسة الاقتصادية من أجل حماية وضعيتها المالية من الخسائر التي يمكن أن تتعرض لها من جراء تقلبات أسعار الصرف و لتسيير خطر الصرف، على المؤسسة أن تختار إستراتيجية من بين الاستراتيجيات التالية : عدم التغطية، التغطية الانتقائية أو التغطية الكلية. و لا تتوقف عملية التسيير عند اختيار إستراتيجية التغطية (انتقائية أو كلية) بل تتعداها إلى اختيار التقنية المناسبة لوضعية المؤسسة و ذلك حسب نوعها مركز صرفها قدرتها المالية خبرتها بالتقنية و المحيط النقدي و المالي الذي تنتمي إليه. و خلصنا إلى أنه يمكن القول أنه لا توجد تقنية مثالية من بين تقنيات تغطية خطر الصرف، لذلك يبقى على المؤسسة فقط أن تختار التقنية التي تتكيف مع حاجاتها الخاصة. كما تجدر الإشارة إلى أن ترشيد تسيير المخاطر المرتبطة بالصرف يتطلب التحليل و المتابعة المستمرين بغية تكييف أدوات التغطية بما يتماشى و مستجدات السوق و كذا التحولات المتوقعة في مجال نشاط المؤسسة و محيطها الاقتصادي.

أما من خلال الدراسة الميدانية التي أجريناها في شركة أرسلور ميتال - عنابة - يتجلى بوضوح غياب برنامج رسمي لحماية العمليات التجارية الدولية تجاه خطر الصرف. حيث أن هذه الشركة لا تراعي و لا تقيم مركز الصرف. أمّا فيما يتعلق بالتسيير فنقتصر تقنيات التغطية الداخلية على تقنية اختيار عملة الفوترة كما أن الشركة لم تلجأ إلى تقنيات التغطية الخارجية منذ سنوات سوى مرة واحدة و ذلك بسبب الضغوطات الإدارية، ندرة العملة الصعبة على مستوى البنوك التجارية و غياب أسواق المشتقات المالية بالإضافة إلى تشريعات و قوانين الصرف التي تخضع لها المؤسسات

الاقتصادية الجزائرية، غير أن القانون الخاص بتحديد آجال قبض عوائد الصادرات يلعب دور مهم في التقليل من التعرض لخطر الصرف. و رغم أن رئيس قسم المالية أثبت تحكمه في قوانين الصرف الصادرة من بنك الجزائر، إلا أنه لم يبدى اهتماما بالجانب النظري المتعلق بتسيير خطر الصرف، و هو ما يمثل حاجزا آخر يعترض كل تحسن في تصور خطر الصرف.

عموما في الوقت الذي نشاهد فيه في الدول المتقدمة حيث الأسواق المالية و المعاملات التجارية و المالية التي لا حصر لها انتشار لطوائف متعددة و معقدة من المنتجات و المشتقات المالية التي تستخدم كأدوات لتغطية المخاطر المترتبة عن تقلبات الصرف أين تتاح فرص كبيرة للمتعاملين فيها لتفادي خسائر الصرف، نجد محدودية هذه الأدوات في الدول النامية على غرار الجزائر التي قد تقتصر على مجرد إتمام بعض المعاملات، هذا إن لم نقل الغياب الكلي لأسواق الصرف في بعضها، و السبب يعود و بشكل كبير إلى ضعف و انكماش المعاملات في أسواق هذه الدول و أيضا إلى الطابع التقييدي و الغير مشجع الذي تفرضه السلطات التشريعية و التي تقيد الجانب الأكبر من المعاملات و يضاف إليه أحيانا غياب الأطر القانونية التي تنظم و ترتب سير المعاملات على المستوى الدولي، و هذا ما يقود إلى حقيقة مفادها أن قيام المؤسسة بالحماية من مخاطر الصرف هي أولا و قبل كل شيء مهمة تتوقف على مدى تطور المحيط النقدي و المالي الذي تنتمي إليه.

و عليه يمكن القول أن ما تم التعرض له في الجانب النظري من اكتشاف و تسيير لخطر الصرف يبقى مجرد حبر على ورق في ظل ما تعيشه المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

- و على ضوء ما سبق يمكن التوصل للاستنتاجات التالية و اقتراح بعض التوصيات كما يلي:
- تكتسي إدارة مخاطر تقلبات العملات الأجنبية بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية ذات العلاقات الخارجية أهمية قصوى خصوصا في ظل الوضع الراهن المتميز بالتقلبات النقدية الحادة؛
- تهدف إدارة مخاطر الصرف إلى ترشيد النتائج المالية للمؤسسات؛
- إدارة مخاطر الصرف عملية معقدة إلى حد ما مما يتطلب مراجعة قواعد العمل بصفة دورية و منتظمة من قبل المكلفين بتأديتها؛
- تؤثر تقلبات أسعار الصرف تأثيرا حاسما على مالية المؤسسة، مما يتطلب إيلاء إدارة المخاطر المرتبطة بتلك التقلبات الأهمية اللائقة بها؛
- غدت عملية تسيير خطر الصرف عملية أكثر تعقيدا مع نمو تقلبات أسعار الصرف العائمة و كذا زيادة حجم التبادلات الدولية؛
- إن تسيير خطر الصرف له هدف مزدوج: على المدى القصير، ينبغي أن تكون تكلفة تغطية خطر الصرف أقل من الخسارة التي تنتج في غياب التغطية. أما على المدى الطويل، فإن التكاليف تمثل جزء من خسائر الصرف الممكنة؛
- خطر الصرف عامل هام في تحديد أسعار التكلفة، مما ينبغي التحكم فيه بكل فعالية؛
- يتوقع أن يتم التوصل في المدى الطويل إلى تكنولوجيا جديدة تساعد على تحسين كفاءة الأسواق و بالتالي تخفيض تكلفة المعاملات، مما ينبغي على الدول النامية متابعة و مساندة التطورات المستجدة في هذا المجال؛
- إن التطورات التي تمر بها الدول النامية في مجال التجارة الدولية و الاستثمار الخارجيين تولد الحاجة الماسة إلى تطبيق إستراتيجية إدارة مخاطر سعر الصرف؛
- تؤثر تقلبات أسعار الصرف على جميع وظائف المؤسسة؛
- ينبغي على كل مؤسسة دولية النشاط أن تحدث مصلحة تتولى متابعة و تسيير مخاطر الصرف، و يمكن إيلاء هذه المهمة إلى مسؤول الخزينة أو المالية في المؤسسة ذاتها؛
- ينبغي تكوين لجنة متابعة و مراقبة الأداء المالي (المتعلق بالعملات الأجنبية) بحيث تكون استشارية في الوقت ذاته للمصلحة السابق الإشارة إليها، على أن تشمل أعضاء من مختلف المصالح ذات العلاقة بخطر الصرف؛
- نظرا للآثار الحساسة لمخاطر تقلب العملات الأجنبية على ثروة المؤسسة، ينبغي إيلاء أهمية خاصة للمكلف بالخزينة و إدخال إستراتيجية إدارة المخاطر ضمن الإستراتيجية الشاملة للمؤسسة؛
- ينبغي على المسؤولين في أي دولة إدخال الإستراتيجيات المعاصرة لإدارة مخاطر الصرف ليس فقط على مستوى المؤسسات الاقتصادية بل على مستوى خزينة الدولة في حد ذاتها بغية مراعاة مخاطر الصرف عند إدارة المقبوضات و المدفوعات بالعملات الأجنبية التي تعرف تقلبات حادة و سريعة.

- ملحق الجداول والأشكال البيانية :

جدول رقم (1): توضيح القرارات المرتبطة باتجاهات أسعار الصرف

الواردات	الصادرات	ارتفاع الأورو بالنسبة لعملة الفوترة
تأجيل الدفع للمورد	تسريع دفع الزبون	عند الارتفاع ↗
تسريع الدفع للمورد	تأجيل تسوية الزبون	عند الانخفاض ↘

المصدر: Ghislaine Legrand, Hubert Martini, Op cit , p125.

جدول رقم (2) : السعر الفوري و سعر التنفيذ

S > K	S = K	S < K	
ضمن إمكانية تحقيق الربح	على إمكانية تحقيق الربح	خارج عن إمكانية تحقيق الربح	Call شراء
خارج عن إمكانية تحقيق الربح	على إمكانية تحقيق الربح	ضمن إمكانية تحقيق الربح	Put بيع

المصدر: Maurice Debeauvais, Yvon Sinnah, op cit, p262.

جدول رقم (3) : يلخص نتائج الصرف المحققة من عمليات التصدير المدروسة

السنة	البلد المستورد	عملة الفوترة	نتيجة الصرف (د ج)
2007	المغرب	الدولار الأمريكي	1884496.1937-
2008	تونس	الدولار الأمريكي	122456.4188
2009	اسبانيا	الدولار الأمريكي	381207.9276-
2009	تونس	الأورو	9008251.2246
2010	مصر	الدولار الأمريكي	937702.1471

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على عقود التصدير التي أبرمتها شركة أرسلور ميتال عنابة خلال تلك السنوات.

جدول رقم (4) : جدوى استخدام تقنية العقود الآجلة (بالأرقام)

المبلغ بالدولار الأمريكي	سعر صرف USD/DZD	المبلغ بالدينار الجزائري
7000000	73,3500	513450000,00
3072973,99	73,4536	225958933,27
10072973,99	-	739408933,27
المجموع		

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على الشروط المستخرجة من العقد الآجل الذي أبرمته الشركة محل الدراسة.

جدول رقم (5) : جدوى استخدام تقنية العقود الآجلة (تابع) (بالأرقام)

المبلغ الإجمالي بالدولار الأمريكي	سعر الصرف الفوري	المبلغ بالدينار الجزائري
10072973,99	73,4536	739896202,271864

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على الشروط المستخرجة من العقد الآجل الذي أبرمته الشركة محل الدراسة.

- الإحالات والمراجع :

¹. MARC GAUGUIN, ROSELYNE SAUVEE-CRAMBERT, " Gestion de la trésorerie ", Economica, Paris, 2007, P 192.

- ² . GILLE NANCY, " Gestion du risque de change et mouvements de capitaux ", édition Economica, paris, 1977, p 24,25.
- ³ . MARC GAUGAIN, ROSELYNE SAUVÉE-CRAMBERT, op cit, P213.
- ⁴ . PHILIPPE ROUSSELOT, JEAN-FRANÇOIS VERDIE, " La gestion de trésorerie ", Dunod, Paris, 2004, P 258.
- ⁵ . Op cit, P 260.
- ⁶ . Op cit, P 261.
- ⁷ . MARC GAUGAIN, ROSELYNE SAUVÉE-CRAMBERT, Op cit, P 213-214.
- ⁸ . BERNARD MAROIS, OLIVIER L. SEIGNEUR, " Risque de change et gestion de trésorerie internationale ", Dunod, Paris, 1981, p57.
- ⁹ . CHARLES DE LA BAUME, ANDRE ROUSSE, CHARLES-HENRI, " couverture des risques de change et de taux dans l'entreprise", Economica, Paris, 1999, p11, 13.
- ¹⁰ . Op cit, p17.
- ¹¹ . DAVID EITERMAN, ARTHUR STONEHILL, MICHAEL MOFFET, " Gestion et finance internationale ", Pearson Education, 10ème édition, France, 2004, p194.
- ¹² . PHILIPPE ROUSSELOT, JEAN-FRANÇOIS VERDIE, Op cit, P 265.
- ¹³ . DAVID EITERMAN, ARTHUR STONEHILL, MICHAEL MOFFET, op cit, p194.
- ¹⁴ www.eur-export.com/apptheo/finance/rischange/evocourschan, Le 07/12/2011. 18 :09.
- ¹⁵ . Pour plus de détails voir : MAURICE DEBEAUVAIS, YVON SINNAH, " La gestion globale du risque de change, nouveaux enjeux et nouveaux risques", Economica, 2 ème édition, Paris, 1992 , p 191-194.
- ¹⁶ . www.eur-export.com/apptheo/finance/rischange/politiquecouverture, Le 17/01/2012.17 :30.
- ¹⁷ . www.eur-export.com/apptheo/finance/rischange/choixmofact, L e 27 Mars 2011. 18 :00.
- ¹⁸ . YVES SIMON, SAMIR MANNAÏ, " Techniques Financières Internationales, Economica ", Paris, 2002, 7^{ème} édition, p 365.
- ¹⁹ . Op cit, p 367.
- ²⁰ . مدحت صادق، "النقد الدولية و عمليات الصرف الأجنبي"، دار غريب للطباعة، القاهرة، 1997، ص 195.
- ²¹ . YVES SIMON, PATRICK GOFFRE, " Encyclopédie de gestion ", Economica, 2ème édition, Paris, 1997, p 2913.
- ²² . YVES SIMON, SAMIR MANNAÏ, op cit, p367.
- ²³ . YVES SIMON, SAMIR MANNAÏ, op cit, p 421.
- ²⁴ . MAURICE DEBEAUVAIS, YVON SINNAH, Op cit , p142- 143.
- ²⁵ . JACQUE BEDORET, " comment réduire les risques de change ", Dunod, Paris, 1981, p51.
- ²⁶ . ARMAND DAYAN, " Manuel de gestion ", volume 2, Edition Ellipses, Paris, 2009, p 254.

²⁷ . www.memoireonline.com/.../m_les-instruments-de-couverture-contre-le-risque-de-change.html-
Le 05 Janvier 2011. 18:15.

²⁸ . YVES SIMON, SAMIR MANNAÏ, op cit, p341.

²⁹ . ASWATH DAMODARAN, " Finance d'entreprise (théorie et pratique) ", De Boeck et Larcier s.a, 2ème édition, 2006 , p 476.

³⁰ . Op cit, p 476.

³¹ . GHISLAINE LEGRAND, HUBERT MARTINI," technique du commerce international, comment bien gérer vos opérations import/export", édition Gualino, 2ème édition, paris, 2002, p131.

³² . PHILIPPE D'ARVISNET, " Finance internationale ", Dunod, Paris, 2002, p 118-119.

³² . ASWATH DAMODARAN, Op cit, P 122.

³³ . GHISLAINE LEGRAND, HUBERT MARTINI, Op cit, p 128.

³⁴ . ARMAND DAYAN, op cit, p 250.

³⁵ . بالنسبة لأسعار الصرف المستعملة للتحليل متوفرة في الموقع التالي: www.xe.com

³⁶ . هذه الشروط مستخرجة من العقد الآجل الذي أبرمته الشركة محل الدراسة (ملحق خاص بالشركة محل الدراسة).