

تسبيير خطر الصرف في المؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة شركة أرسليور 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 وعلوم التسبيير،

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 السبعينات أثره الكبير في تقلب أسعار صرف العملات الدولية مقابل بعضها البعض، وصلاحب ذلك مخاطر عديدة طالت المؤسسات ذات النشاط الدولي المالي والتجاري 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 تسبيير خطر الصرف في المؤسسة الاقتصادية دولية النشاط وبالتالي 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، تسبيير 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 عموماً 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 الربون، 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 تسبيير و مواجهة هذه المخاطر المالية إلى مسيرة الخزينة بالمؤسسة فقد حل محل مسيرة الخزينة المحاسبي "مسير التدفقات" الذي أصبح أيضاً مسيراً للمخاطر 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 (كان تكون سبباً مباشرًا للحدث تضخم)، أو على المستوى الجزئي بضياع مكاسب إلى درجة قد تؤثر علىبقاء المؤسسة و استمرارها. حيث تعتقد المؤسسة الاقتصادية أحياناً أنها تحقق أرباحاً نتيجة تعاملها مع الخارج، في حين أن التقلبات الحادة لأسعار الصرف تجلب لها إما مكاسب أو خسائر صرف تؤثر على مستوى خزينتها و على مقدار التدفقات النقدية الداخلة فعلاً للمؤسسة. و وبالتالي 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 للتغطية مخاطر الصرف حتى أنها تشهد يوماً 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 تسبيير خطر الصرف في المؤسسة الاقتصادية ذات النشاط الدولي ؟

وللإجابة على هذا التساؤل الأساسي سنحاول في هذا المقال تسلیط الضوء على كيفية اكتشاف خطر الصرف في المؤسسة ، بالتعرف على كيفية قياسه و تقديره ، التنبؤ بقلبات 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 لإنجاز هذا العمل نذكر ما يلي:
- بن رجم خميسى، تسبيير خطر الصرف على مستوى المؤسسة الاقتصادية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير.

اهتمت هذه الدراسة بتسبيير خطر الصرف، حيث تناولت التقنيات الداخلية و الخارجية للتغطية 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 المتعددة 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. PRISSEERT خطر الصرف كالتالي : " الخسائر المحتملة التي من الممكن أن تمس بفعل تقلبات تعدل الصرف بين العملات أو أسعار صرف العملات الأجنبية ، عوائد المؤسسة المقومة بالعملة الأجنبية " ². كما يمكن تعريفه أيضا على أنه التأثير أو الواقع المالي لتقلبات أسعار العملات على معاملة أو على مجموعة وضعيات ونتائج 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 ينبع 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:

2.1 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 ذكر أهمها: خطر الزيون (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 الصفة 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 المتاتية 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 المصدرين، و هذا ما يفسر أن الواردات معنية أكثر بخطر الصرف مقارنة بال الصادرات وهذا 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 يعتمده المستورد في تحديد أسعار البيع (بالعملة الوطنية مع هامش الربح) في السوق المحلية و يدرج ضمن السعر الحقوق الجمركية، حيث تعتبر هذه الأخيرة تكالفة تضاف إلى سعر الشراء و هي تختلف من دولة لأخرى و حسب طبيعة كل سلعة، فهي بعض الدول التي تشجع الاستيراد في منتوجات معينة لإحدى الصناعات، تناح تسهيلات و تحفيزات للاستيراد، في حين تكون الحماية عقبة تعيق بعض المستوردين، و عند مرحلة التسوية يقوم المستورد بالخصوص بسعر الصرف الذي على أساسه يتم التسديد الفعلي لقيمة وارداته.⁵

3. خطر الصرف و المناقصات 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 تسبيير 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 مقترب بطبيعة التعامل الذي تقوم به المؤسسة. فهو يختلف حسب ما إذا كانت العملية التجارية أو مجموعة من عمليات مختلفة تتمثل في تدفقات مختلفة بين المؤسسة و فروعها. و ما سنتعرض إليه هو قياس خطر الصرف المتعلق بالعمليات التجارية، حيث يستلزم الأمر بالنسبة للمؤسسة معرفة و تقييم مركز صرفها. و يساوي 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 سابقاً معادوم. 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 والاستثمارات 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 محددة، 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 إقبال للميزانية و تولد فروقات بالنسبة إلى القيم المحاسبية الأصلية لاقتناء أصول الفرع. غير أن فرق التحويل يمكن أن يلغى أو ينخفض جزئياً عندما تظهر قيمة مناسبة لأصول أو خصوم ميزانية الفرع الموحدة في حالة صافية معروفة أو ضعيفة.¹⁰

فخطر صرف التوحيد ينبع من التغير المحتمل في قيمة الأعمال المتولدة عن تحويل البيانات المالية لفروع التابعة في الخارج، ويمكن 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 لفروع تترجم بسعر الفورى 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، ثبيبات،...) 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 تتسببها التغيرات الغير متوقعة في أسعار الصرف و التي قد تؤثر على مستوى المبيعات المستقبلية (الأسعار والتکاليف... الخ). إنه خطر ذو طابع اقتصادي لأنه يؤثر على قيمة المؤسسة. و في حين أن خطر صرف المعاملات ينشأ عن التدفقات النقدية الأكيدة بالعملات المستقلة للأجنبيات التي تم توقيع العقود عليها، فخطر الصرف الاقتصادي ينشأ من التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة بالعملات الأجنبية أيضاً، ولكن الغير مؤكدة بسبب التغيرات الممكنة في أسعار الصرف والتي تقضي البيئة التنافسية.¹³

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

4. التنبؤ بأسعار الصرف

إن الوعي بوجود خطر الصرف غير كاف بل يجب أيضاً التمكّن من تشكيل بعض التنبؤات والتوقعات حول الأسعار المستقبلية للعملات الصعبة التي تتعامل بها المؤسسة. حيث تشكل عملية التنبؤ عنصر أساسى 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 أيضاً مصدر للخطر. ويمكن تحقيق هذا التوقع للتغيرات في أسعار الصرف باستخدام طريقتين متكاملتين : التحليل الاقتصادي و التحليل الإحصائي (التقني).¹⁴ و توجد 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 مسيرة الخزينة أمام عدة اختيارات .¹⁶ عدم التغطية، التغطية النظمية، التغطية الانتقائية و عندما يختار مسيرة 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 لتسخير خطر الصرف، ندرك مجموعة من التقنيات والإجراءات التي يمكن وضعها من طرف المؤسسة من داخل تنظيمها أو من داخل المجتمع، دون الحاجة للاستعانة بأسواق أو شركاء أجانب، لكي تقلل أو تتجنب خطر الصرف.

• اختيار عملة الفوترة *Le choix de la monnaie de facturation*

عملة الفوترة هي العمدة 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 بعملته الوطنية يصبح يعرف تماماً القيمة التي سيقبضها (سيدفعها) عند تاريخ الاستحقاق. و لتجنب كل خطر، يجب لا يحتوي العقد المحرر بالعملة الوطنية على بند تصحيح الأسعار "une clause de correction de prix" مؤشر بالنسبة لعملة صعبة مرجعية. فإذا أضاف الزبون أو المورد بذداً ما، فإن العملة المحررة بالعملة المحلية تصبح مرتبطة بتقلبات أسعار العملة الصعبة المرجعية.¹⁸

• التأثير على الأجال *Le termaillage*

هي طريقة تكمن في التعديل حالة بحالة، بتعجيل أو ببطء آجال التسوية للاستيراد و التصدير.¹⁹ و تسمى هذه التقنية أيضاً 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، يتعاقب التأثير على الأجال termaillage بمدى قوتها و ضعف العملات محل التعاقد. ويمكن استخدام عدة طرق في آن واحد أو على التوالي.²¹

- تغيير تاريخ فوترة الواردات وال الصادرات. عندما يتموّق الفرع في البلد الذي عملته ضعيفة، وإذا كانت عمدة الفوترة هي عملة المتعاقد، يجب تعجيل تسوية الواردات أما بالنسبة لل الصادرات فيجب إبطاؤها.

- تغيير النسبة بين التسويات النقدية و التسويات الآجلة وفقاً 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 لل الصادرات.

- تغيير أجل التسوية داخل المجموعة

و بيين الجدول (1) أهم القرارات المتخذة حسب اتجاه العمدة الأجنبية، و يلاحظ أن نوايا المستورد و المصدر متاكسة حول توقعاتهم لاتجاهات تقلبات الصرف و محاولة كل طرف الاستفادة من المزايا الملائمة و محاولة تحويل 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 جزئياً فقط، هناك شروط عديدة للتسخير يمكن إلحاقها بالعقد من طرف المصدردين أو المستوردين و تتمثل في :²² شرط تبني أسعار متناسبة مع تقلبات الصرف، شرط تبني أسعار متناسبة مع تقلبات أسعار الصرف مع الإلغاء، شرط الخطر المتقاسم و شرط الخيار.

• المقاصة الداخلية Le netting

تعتبر المقاصة من الأساليب الأكثر شيوعاً لتسوية الحقوق والالتزامات قصيرة الأجل التي تستخدم فيها عمليات مشتركة، وتم المقاصة عن طريق تصفية الحقوق والالتزامات المشتركة لطرفين أو أكثر وعميلات متماثلة بحيث لا يظهر إلا الرصيد الصافي وتنفذ المقاصة شكلًا ثانويًا وتعلق بشركاتين تتحقق بينهما علاقات تجارية متبادلة كأن تبيع الشركة الأم لفروعها الأجنبية منتوجات نصف مصنعة ثم بعد ذلك تعود وتشتري منتوجات تامة الصنع من نفس النوع أو جماعياً وطريقة هي الأكثر استخداماً في التجمعات الكبيرة المتعددة الجنسيات. والهدف من ذلك هو تقليل عدد وقيمة التحويلات داخل التجمع لتقليل المصارييف المالية. حيث أن مقاصة مختلف الحقوق والديون وجميع المعاملات المالية ستسمح للتجمع بالتقدير من التعرض لخطر الصرف لأن أرصدة العمليات فقط هي التي سوف تتعرض لخطر الصرف وتثير من طرف التجمع وليس من طرف كل فرع على حدى. يمكن للمؤسسة وفقاً لهذه التقنية أن تخفض خطر الصرف بمقاييس التحصيات والتسليدات المعتبر عنها بنفس العملة بهدف أن يكون مركز صرفها إلا على الرصيد. وهذا يعني أن المقبولات بالعملة الصعبة تستخدم لتسوية الديون التي تكون بنفس العملة. إن فعالية تقنية المقاصة الداخلية تتحقق بمراجعة 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

تمثل هذه التقنية في تحسين تسيير سيولات المجمع بالسماح باللغطية الكلية أو الجزئية لاحتياجات بعض فروع المجمع من خلال فوائض الفروع الأخرى. ويمكن استخدام هذه التقنية على المستوى الوطني أو الدولي بنفس العملة أو بعميلات 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، فالتحريم النقدي يحتوى على إجراء كامل للتطابق ونقطة مركزية للمراقبة. وهذا يسهل تحويل الاحتياجات النقدية، الفوائض، و مراكز الصرف الموحدة و بالنتيجة اللغطية النقدية «monetary hedging».²⁵

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

2.2 التقنيات الخارجية لغطية خطر الصرف

يقصد بالتقنيات الخارجية ما تقوم به المؤسسة من الدخول في علاقات تعاقدية مع طرف آخر خارجي لغطية مخاطر أسعار الصرف، وهي تقضي اللجوء إلى الأسواق النقدية و الأسواق الأجلة وأسواق المشتقات المالية. وعلى 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، مبلغًا معيناً من العملة الصعبة²⁶. 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 بالعملات الأجنبية.²⁷

يمكن أن يأخذ العقد الآجل شكل بيع آجل للعميلات الصعبة (لغطية الصادرات) أو شراء آجل للعميلات الصعبة (لغطية الواردات). و يجب على المتعامل في سوق العقود أن يتخد 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 آجلة²⁸.

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 العميلات 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 باللغطية مصدرًا أو مستورداً.

و تتحدد نسبة العلاوة أو الخصم بالعلاقة التالية :

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

حيث : N عدد أشهر العقد الأجل .

• 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 عمليات 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*

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

- مبادلات العملات الأجنبية *Les swaps de devise*

يمكن الهدف من هذا النوع المبادلات في تبادل قرض بعملة صعبة ما مقابل قرض بعملة صعبة أخرى. و توجد ثلاثة مراحل. أولاً، تبادل أصل القرض بالسعر الفوري. ثانياً، تبادل دفع الفوائد عند تاريخ القصاصة. 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 ثلاثة أنواع من مبادلات العملات الأجنبية : مبادلة العملات الأجنبية بمعدل ثابت مقابل معدل ثابت، مبادلات العملات الأجنبية بمعدل ثابت مقابل معدل عائم، مبادلات العملات الأجنبية بمعدل عائم مقابل معدل عائم.

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

عقود المستقبليات على العملات الأجنبية هي عقود لأجل أين يتلزم المتعاملون بشراء أو بيع كمية معينة من العملات الأجنبية، لأجل محدد و بسعر محدد مسبقاً.

من خلال شراء عقود مستقبلية على عملة، تكون في مركز طويل على تلك العملة. هذه العملية تتبع 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 مستقبليات هي مماثلة لذلك المتعلقة بالعقود الآجلة forward ، غير أن هناك ثلاثة اختلافات كبيرة بين هذين النوعين من العقود :²⁹

- يتم تداول العقود المستقبلية في الأسواق المنظمة: وبالتالي إنها أكثر سهولة من نظيرتها العقود الآجلة Forward . هذه العقود منتظمة (الكميات وأجل التسلیم محددة من طرف البورصات أين تم معالجتها)، وبالتالي تشكل أكثر صعوبة في التكيف مع احتياجات المؤسسة؛

- الأرباح والخسائر المسجلة بواسطة المراكز على المستقبليات للطرفين (البائع والمشتري) تسوى كل يوم وليس بتاريخ الاستحقاق كما هو الحال بالنسبة إلى العقود الآجلة. وهكذا، لو تشتري المؤسسة عقد مستقبلي للفترة التي 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 مستقبليات الصرف يجري التسلیم 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 أسبوع 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.

يخلو 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 option³¹ :

- 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 وذلك قبل تاريخ التنفيذ.
- و هناك أربع عناصر تميز خيار الصرف : السعر الفوري (سعر العملة السائدة 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 ينفذ). 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 محدوداً بالعلاوة أما فرصة الربح فهي غير محدودة. أما بالنسبة للبائع الخيار تكون فرصة الربح محدودة بالعلاوة و خطر الخسارة غير محدود. و هو ما يمكن تأكيده من خلال عرض أنواع الخيارات بأخذ بعض الاعتبار الوضعيات الممكنة في السوق (الشراء، البيع) و أصناف الخيارات (Put، Call)، و يمكن أن نميز بين أربعة أنواع كالاتي :

- 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. الواقع أن المصدر يحصل على مبلغ بالعملات الأجنبية من وراء صفقة تجارية ، وبالتالي يستفيد من السعر الفوري وليس من السعر الأجل.³³

بالنسبة للمصدر فهو يفترض مبلغ بالعملات الأجنبية يتتطابق 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) و الفوائد (من خلال موارده الذاتية). و لكن التسبيق بالعملات الأجنبية لا يسمح اطلاقاً 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 بالالتزام الذي منحه إياه المصدر و من جهة أخرى عملية شراء هذه العملة تتطلب اقتطاع مبالغ من العملات كان يمكن توجيهها إلى جوانب أخرى. و مع ذلك، فإن التسبيق في الديون في إطار عملية الاستيراد لا يسمح بالتغطية ضد خطر الصرف نظراً لأن المستورد يشتري العملات الصعبة عند أجل الاستحقاق في السوق الفوري. و بالتالي، السعر لم يكن ثابت (أو مجده) عند توقيع العقد (أو عند التسبيق بالعملات الصعبة).³⁴

IV. دراسة تسيير خطر الصرف في شركة أرسلور ميتال عنابة

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 تم ربطه بالواقع المعاش. لذلك، سنحاول إسقاط ما تناولناه في الجانب النظري على إحدى المؤسسات الاقتصادية الجزائرية الدولي النشاط ألا و هي شركة أرسلور ميتال فرع عنابة.

1. الصرف الأجنبي في إطار تسييرات بنك الجزائر

في ظل غياب سوق صرف فيالجزائر 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 - عنابة - من التقليبات 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 لل الصادرات

منذ 1988 تم إلغاء التأشيرة المسبقة بمراقبة الصرف على ترخيص 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 تشريعية في هذا المجال :

- التنظيم رقم 90-02 المؤرخ في 08 سبتمبر 1990 يحدد شروط فتح و سير حسابات العملة الصعبة للأشخاص المعنويين.
- اللائحة رقم 22-94 المؤرخة في 22 أفريل 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 بالعملة الصعبة المحققة في إطار تصدير المنتجات، السلع والخدمات تعطي الحق - وفق التنظيم الساري المعمول- للأشخاص المعنية بفتح حساب مصدر "Compte exportateur" محدد بنسبة 50 % من مبلغ الإيرادات.

- اللائحة رقم 03- 98 المؤرخة في 21 ماي 1998 المكملة للائحة رقم 22- 94، تنص في المادة 02 فقرة 02 على أن المبالغ بالعملات الصعبة تكون محدودة بنسبة 10 % بالنسبة لل الصادرات خارج المحرفقات و المنتجات المنجمية المقبوسة، 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 المصدرین ترحيل ناتج صادراتهم عند تاريخ استحقاق الدفع. كما يجب لا يتعدى أجل تسديد الصادرات 120 يوم من تاريخ شحن البضائع إلا بتراخيص من بنك الجزائر. وهذا 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 تراخيص 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 المعهول 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 بتراخيص من بنك الجزائر.

2. تقييات التغطية الداخلية المطبقة في الشركة ضد خطر الصرف

1.2 تقيية اختيار عملة الفوترة

رغم أن شركة أرسلور ميتال تقوم بعمليات تصدير و استيراد على حد سواء غير أنه لا يمكن لها استخدام هذه التقيية في حالة قيامها بعملية الاستيراد بسبب ضعف تناقضيتها على المستوى الدولي من جهة و ضعف العملة المحلية من جهة أخرى. أما في حالة التصدير فالشركة كطرف دائم تكون في وضع أفضل يسمح لها باختيار عملة الفوترة، ولكن لم يظهر لنا تطبيقها لهذه التقيية بشكل مباشر و إنما اتضحت 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 DZD.1 USD = 66

1 EUR = 97.2219 DZD

1 EUR = 1.4631 USD

أسعار الصرف "أسعار الشراء" عند تاريخ التسوية:

1 USD = 66.2946 DZD

1 EUR = 97.5653 DZD

1 EUR = 1.4717 USD

في هذه الحالة تكون قيمة المقوضات بالدينار كالتالي:

- تاريخ التسوية: 2007/01/06.

- المقوضات بالدولار: 4840000 دولار أمريكي.

- سعر الصرف: 1USD = 66.4503 DZD

المقوضات بالدينار = 66.4503×4840000

= 320865864 دينار جزائري

لكن لو اختارت الشركة الأورو عملة للفوترة ستحصل على:

- المبلغ بالدولار: 4840000 دولار أمريكي.

- سعر الصرف: 1EUR = 1.4631USD

- المبلغ المقابل بالأورو: $4840000 / 1.4631 = 3308044.56291$ أورو

- سعر الصرف: 1EUR = 97.5653DZD

المقوضات بالدينار = $97.5653 \times 3308044.56291$

= 322750360.1937 دينار جزائري

الفرق بين المقبولات (خسارة صرف) = $322750360.1937 - 320865864 = 1884496.1937$ 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 USD = 61,4962 DZD -

1 EUR = 96,6384 DZD -

1 EUR = 1,5714 USD -

أسعار الصرف "أسعار الشراء" عند تاريخ التسوية:

1 USD = 60,8883 DZD -

1 EUR = 94,7574 DZD -

1 EUR = 1,5562 USD -

في هذه الحالة تكون قيمة المقبولات بالدينار كالتالي:

- تاريخ التسوية: 2008/08/05.

- سعر الصرف: 1 USD = 60,8883 DZD -

- المقبولات بالدينار = $60,8883 \times 208599,80 = 12701287,2023$ دينار جزائري

لكن لو اختارت الشركة الأورو عملة للفوترة ستحصل على:

- المبلغ بالدولار: 208599,80 دولار أمريكي.

- سعر الصرف: 1EUR = 1,5714 USD -

- المبلغ المقابل بالأورو: $1,5714 / 208599,80 = 132747.7409$ أورو.

- المقبولات بالدينار = $94,7574 \times 132747.7409 = 12578830.7835$ دينار جزائري

الفرق بين المقبولات (ربح صرف) = $12578830.7835 - 12701287,2023 = 122456.4188$ 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:

DZD71,33551 USD = -

1 EUR = 92,1069 DZD -

1 EUR = 1,2912 USD -

أسعار الصرف "أسعار الشراء" عند تاريخ التسوية:

1 USD = 71,3864 DZD -

1 EUR = 93,4220 DZD -

1 EUR = 1,2906 USD -

في هذه الحالة تكون قيمة المقبولات بالدينار كالتالي:

- عند تاريخ التسوية: 2009/03/18.

- سعر الصرف: 1 USD = 71,3864 DZD -

- المقبولات بالدينار = $71,3864 \times 394441,41 = 28157752,27$ دينار جزائري

لكن لو اختارت الشركة الأورو عملة للفوترة ستحصل على:

- المبلغ بالدولار: 394441,41 دولار أمريكي.

- سعر الصرف: 1EUR = 1,2912 USD -

- المبلغ المقابل بالأورو: $1,2912 / 394441,41 = 305484,3634$ أورو

$$\begin{aligned}
 & \text{المقبوضات بالدينار} = 305484,3634 \times 93,4220 \\
 & = 28538960,2 \text{ دينار جزائري} \\
 \text{الفرق بين المقبوضات (خسارة الصرف) } & = 28157752,27 - 28538960,2 \\
 & = - 381207,9276 \text{ دينار جزائري}
 \end{aligned}$$

» 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 USD = -
 - DZD92.10691 EUR = -
 - 1 EUR = 1.2912 USD -

- أسعار الصرف "أسعار الشراء" عند تاريخ التسوية:

 - 1 USD = 71.6127 DZD -
 - 1 EUR = 106.7227 DZD -
 - 1 EUR = 1.4903 USD -

في هذه الحالة تكون قيمة المقبوضات بالدينار كالتالي:

- تاريخ التسوية: 2009/10/23.
- المقبوضات بالأورو: 631875 أورو.
- سعر الصرف: DZD 1EUR = 106.7227
- المقبوضات بالدينار = 106.7227×631875

$$= 67435406.0625 \text{ دينار جزائري}$$

لكن لو اختارت الشركة الدولار الأمريكي عملة للفوترة ستحصل على:

- المبلغ بالأورو: 631875 أورو.
- سعر الصرف: 1EUR = 1.2912 USD
- المبلغ المقابل بالدولار: $1.2912 \times 631875 = 815877$ دولار أمريكي.
- سعر الصرف: 1USD = 71.6127 DZD
- المقبوضات بالدينار = 71.6127×815877

$$= 58427154.8379 \text{ دينار جزائري}$$

$$\text{الفرق بين المقبوضات (ربح صرف) } = 58427154.8379 - 67435406.0625 = 9008251.2246 \text{ دينار جزائري}$$

» 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 USD = 73.0012 DZD -
- 1 EUR = 98.9122 DZD -
- 1 EUR = 1.3549 USD -
- أسعار الصرف "أسعار الشراء" عند تاريخ التسوية:

 - 1 USD = 73.3350 DZD -
 - 1 EUR = 98.0398 DZD -
 - 1 EUR = 1.3369 USD -

في هذه الحالة تكون قيمة المقبوضات بالدينار كالتالي:

- تاريخ التسوية: 2010/04/01.
- المقبوضات بالدولار: 961189.90 دولار أمريكي.
- سعر الصرف: DZD 1USD = 73.3350
- المقبوضات بالدينار = 73.3350×961189.90

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 = $98.0398 \times 709417.5954 = 69551159.169$ دينار جزائري

الفرق بين المقبوضات (ربح صرف) = 69551159.169 - 70488861.3165 = 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، وتحقق منها أرباح صرف كما هو الحال سنة : 2008، 2009، 2010. أما حالات الخسارة الناتجة عن خطر الصرف كما هو الحال سنة : 2007، 2009 فقد برهرا مسیر الخزينة (قسم المالية) و مسؤول مصلحة التصدير (قسم التسويق) بما يلي :

- مراعاة رغبة الزبون في اختيار عملة الفوترة خاصة إذا كان من الزبائن الأوفىاء.
- تفضل الشركة التعرض لخسارة صرف - و التي تكون في أغلب الأحيان مهملة - 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 مضطورة 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 نسيبي و نتائجها غير مضمونة. و عليه مما تعددت أسباب و نتائج اختيار عملة الفوترة، يبقى التفاوض على الأسعار هو الهاجس الذي تولي له الشركة الاهتمام الأكبر، حيث تحاول تعويض جزء من خسارة الصرف من خلال تعظيم أرباحها التجارية (التسويق الجيد لمنتجاتها).

2.2 تقنية المقاومة 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 11-07 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 مقاومة بين عنصر من الأصول و عنصر من الخصوم، و لا بين عنصر من الأعباء و عنصر من المنتجات، إلا إذا تمت المقاومة على أساس 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 المقاومة الداخلية بالدرجة الأولى إلى أسباب جبائية، 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 لمسیر 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 عنابة.

• 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 سينتجم عن عمليات الاستيراد، حيث قامت بشراء دولارات أمريكية مقابل دينارات جزائرية بالشروط التالية:³⁶

- تاريخ إبرام العقد الأجل : 2005/08/10
 - قيمة الدولارات المشترأة : 7000000 دولار أمريكي
 - سعر الصرف الأجل : $1 \text{ USD} = 73,3500 \text{ DZD}$
 - 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.
- ويتضمن عقد الاستيراد ما يلي :
- المورّد 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 ب 7000000 دولار لتسوية جزء من المبلغ الإجمالي المعرض لخطر الصرف.
- أما البالقى المقدر ب :
- $$10072973,99 - 7000000 = 3072973,99 \text{ دولار أمريكي.}$$
- فتم دفعه بالشروط التالية :
- المبلغ بالعملة الصعبة : 3072973,99 دولار أمريكي
 - سعر الصرف الفوري "سعر البيع" يوم 2005/12/25 : $1 \text{ USD} = 73,4536 \text{ DZD}$
 - 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، توجّب 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 تتجأ الشركة لهذه التقنية للتغطية مركز صرفها القصير ؟
- في هذه الحالة الشركة مدينة بمبلغ 739896202,271864 دينار جزائري. انظر الجدول رقم (5).
- إذا: نتيجة لحالة الشركة لهذه التقنية حققت ربح صرف بقيمة :
- $$739896202,271864 - 739408933,27 = 487269,001864 \text{ دينار جزائري.}$$
- بالرغم من نجاح تطبيق هذه التقنية في تلك الفترة غير أن الشركة لم تتجأ إليها ثانية، وقد أرجع مسیر الخزينة ذلك لسبب رئيسي يمكن في أن هذه التقنية مكلفة (عمولات الصرف) و لا تسمح بالاستفادة من التطورات المواتية لأسعار الصرف.

V - الخلاصة :

من الناحية النظرية قد تم عرض أهم التقنيات الداخلية و الخارجية لتغطية خطر الصرف التي تلجا إليها المؤسسة الاقتصادية من أجل حماية وضعيتها المالية من الخسائر التي يمكن أن تتعرض لها من جراء تقلبات أسعار الصرف و تسبيير خطر الصرف، على المؤسسة أن تختار إستراتيجية من بين الاستراتيجيات التالية : عدم التغطية، التغطية الانقافية أو التغطية الكلية و لا توقف عملية التسبيير عند اختيار إستراتيجية التغطية (انتقافية 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 تنتهي 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 تسبيير المخاطر المرتبطة بالصرف يتطلب التحليل و المتابعة المستمرة بغية تكيف أدوات التغطية بما يتماشى و مستجدات السوق و كذا التحولات المتوقعة في مجال نشاط المؤسسة و محیطها الاقتصادي.

أما من خلال الدراسة الميدانية التي أجريناها في شركة أرسلور ميتال - عنابة - يتجلّى 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 بالتسبيير فتفقّر تقييمات التغطية الداخلية على تقنية اختيار عملة الفوترة كما أن الشركة لم تتجأ 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. ورغم أن رئيس قسم المالية أثبت تحكمه في قوانين الصرف الصادرة من بنك الجزائر، إلا أنه لم يبدي 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 لطواائف متعددة و معقدة من المنتجات و المشتقات المالية التي تستخدم كأدوات لتغطية المخاطر المترتبة عن تقلبات الصرف أين تناح فرص كبيرة للمتعاملين فيها لنفادي خسائر الصرف، نجد محدودية هذه الأدوات في الدول النامية على غرار الجزائر التي قد تقتصر على مجرد إنعام بعض المعاملات، هذا إن لم نقل الغياب الكلي لأسواق الصرف في بعضها، و السبب يعود و بشكل كبير إلى ضعف و انكماس المعاملات في أسواق هذه الدول و أيضا إلى الطابع التقيدى و الغير مشجع الذي تفرضه السلطات التشريعية و التي تقيد الجانب الأكبر من المعاملات و يضاف إليه أحيانا غياب الأطر القانونية التي تنظم و ترتيب 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 تتنمي 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 تعشه المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

- و على ضوء ما سبق يمكن التوصل للاستنتاجات التالية و اقتراح بعض التوصيات كما يلى:
- تكتسي إدارة مخاطر تقلبات العملات الأجنبية بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية ذات العلاقات الخارجية أهمية قصوى خصوصا في ظل الوضع الراهن المتميز بالتقابلات 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 بذلك القابلات الأهمية الالتفة بها؛
 - غدت عملية تسيير خطر الصرف عملية أكثر تعقيدا مع نمو تقلبات أسعار الصرف العالمية 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 مسيرة 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 تشتمل أعضاء من مختلف المصالح ذات العلاقة بخطر الصرف؛
 - نظرا للأثار 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 إستراتيجيات المعاصرة لإدارة مخاطر الصرف ليس فقط على مستوى المؤسسات الاقتصادية بل على مستوى خزينة الدولة في حد ذاتها بغية مراعاة مخاطر الصرف عند إدارة المقوضات و المدفوعات بالعملات الأجنبية التي تعرف تقلبات حادة و سريعة.

- ملحق الجداول والأشكال البيانية :

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

| الواردات | ال الصادرات | ارتفاع الأورو بالنسبة لعملة الفوترة |
|--------------------|---------------------|-------------------------------------|
| تأجيل الدفع للمورد | تسريع دفع الزبون | ↑ عند الارتفاع |
| تسريع الدفع للمورد | تأجيل تسويية 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 | شراء Call |
| خارج عن إمكانية تحقيق الربح | على إمكانية تحقيق الربح | ضمن إمكانية تحقيق الربح | بيع Put |

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

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

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

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

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على الشروط المستخرجة من العقد الاجل الذي أبرمتها الشركة محل الدراسة.

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

| المبلغ الإجمالي بالدولار الأمريكي | سعر الصرف الفوري | المبلغ الإجمالي بالدولار الأمريكي |
|-----------------------------------|------------------|-----------------------------------|
| 739896202,271864 | 73,4536 | 10072973,99 |

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على الشروط المستخرجة من العقد الاجل الذي أبرمتها الشركة محل الدراسة.

- الإحالات والمراجع :

¹. MARC GAUGUIN, ROSELYNE SAUVÉE-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 SAUVEE-CRAMBERT, op cit, P213.
- ⁴ . PHILIPE 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 SAUVEE-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 . PHILIPE 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 DEBEAUV AIS, 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, Le 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 . محدث صادق، "النقد الدولي 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 DEBEAUV AIS, 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, 2éme 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, 2éme 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).