



مجلة البحوث المحاسبية

[/https://abj.journals.ekb.eg](https://abj.journals.ekb.eg)

كلية التجارة – جامعة طنطا

العدد : الرابع

ديسمبر 2023

محددات التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية وأثر تلك
المخاطر على تكلفة رأس المال من منظور محاسبي : دراسة تطبيقية على
الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

الدكتور

عمرو السيد زكي محمود

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الاسكندرية

محددات التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية وأثر تلك المخاطر
على تكلفة رأس المال من منظور محاسبي دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة
بالبورصة المصرية

ملخص البحث:

يهدف البحث الي دراسة واختبار محددات التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، واختبار تأثير مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على تكلفة رأس المال الشركات من منظور محاسبي، وذلك بالتطبيق على أحد أسواق رأس المال الناشئة وهو سوق رأس المال المصري خلال الفترة من ٢٠١٧ حتى ٢٠٢٢ بعد اتخاذ الحكومة المصرية قرار تعويم أسعار صرف العملات الأجنبية. وذلك باستخدام عينة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. وقد توصلت الدراسة الي وجود تأثير معنوي لكل من حجم الشركة والمعاملات بعملة اجنبية، وكذلك استخدام الشركة لاستراتيجيات التحوط على تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية. بينما لم تجد الدراسة تأثيراً معنوياً لدرجة السيولة ونسبة الرفع المالي على مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية. وأخيراً أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير إيجابي ومعنوي لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على تكلفة رأس المال للشركات.

الكلمات المفتاحية:

التعرض لتقلبات أسعار الصرف - المخاطر التشغيلية او الاقتصادية- معيار المحاسبة المصري رقم (١٣) - معيار التقرير المالي الدولي (21) IFRS - تكلفة رأس المال.

The risk of foreign exchange rate exposure Determinants' and its impact on the cost of capital – An accounting perspective An applied study on listed companies in the Egyptian Stock Exchange**Abstract:**

The research aims to study and test the risk of foreign exchange rate exposure determinants' and to test the impact of the risks of foreign exchange rate fluctuations on companies' cost of capital from an accounting perspective, by applying it to one of the emerging capital markets, which is the Egyptian capital market, during the period from 2017 to 2022. After the Egyptian government took the decision to float foreign exchange rates. This is done using a sample of companies listed on the Egyptian Stock Exchange. The study found a significant effect of both company size and foreign currency transactions, as well as the company's use of hedging strategies, on companies' exposure to the risks of foreign exchange rate fluctuations. While the study did not find a significant effect of the degree of liquidity and the financial leverage ratio on the risks of exposure to fluctuations in foreign exchange rates. Finally, the results of the study showed a positive and significant effect of the risks of foreign exchange rate fluctuations on the cost of capital for companies.

Keywords:

Exchange Rate Exposure - Operational or Economic Risk - Egyptian Accounting Standard No. (13) - International Financial Reporting Standard IFRS (21) - Cost of capital.

١- المقدمة:

مع تزايد التكامل الاقتصادي بين الدول، وتطور الأسواق العالمية، وتحرير التجارة الدولية، ومشاركة الشركات في التجارة الدولية، أصبح سعر صرف العملات الأجنبية من أهم المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر على المعاملات الدولية بصفة عامة ونتائج أعمال الوحدات الاقتصادية (Tai, 2022).

ويعرف (Molele and Petersen (2020) سعر صرف العملات الأجنبية Foreign exchange rate بأنه سعر الوحدة من العملة الأجنبية (الدولار مثلاً) معبراً منها أو مقاساً بوحدات العملة المحلية للدولة (الجنيهات المصرية) أو العكس، أي أنه قيمة عملة بدلالة عملة أخرى.

ويتم تحديد سعر الصرف وفقاً لقوى السوق (العرض والطلب)، ويرتبط سعر الصرف بالعديد من العوامل مثل التضخم وأسعار الفائدة. ويعد سعر الصرف من أهم الأسعار في الاقتصاد، إذ أنه يؤثر على باقي الأسعار في الاقتصاد وعلى كافة المتغيرات الاقتصادية الأخرى سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة (Karadagli, 2015).

وبعد انهيار نظام بريتون وودز (نظام سعر الصرف الثابت) في السبعينات تم التخلي عن نظام سعر الصرف الثابت والتحول إلى نظام سعر الصرف العائم Floated Exchange rate، وذلك في معظم دول العالم، حيث يتم تقييم العملة الأجنبية وفقاً لظروف العرض والطلب، والحد من دور البنك المركزي في إدارة العملة، وأصبحت تحركات أسعار الصرف مصدر قلق واهتمام للمستثمرين ومديري الشركات والمساهمين (Min and Yang, 2019).

وعلى مستوى الشركات تؤثر التقلبات في أسعار صرف العملات الأجنبية على نتائج أعمالها ومركزها التنافسي، وأصبح التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية exchange rate exposure أحد مصادر عدم التأكد، وأحد المخاطر التي تواجه الشركات عبر البلدان المختلفة، وذلك من خلال تأثير التغيير غير المتوقع لأسعار صرف العملات الأجنبية على التدفقات النقدية الحالية والمستقبلية للشركات والمبيعات الخارجية أو الأجنبية، وقيمة الأصول والالتزامات المقومة بالعملة الأجنبية، ومن ثم التأثير على قيمة الشركة (Li et al., 2011).

ولا يتوقف الأمر عند الشركات المصدرة أو المستوردة، ولكن تواجه أيضا الشركات المحلية هذا النوع من المخاطر بصورة غير مباشرة من خلال المنافسة في السوق المحلي وتغير ظروف الاقتصاد الكلي، وظروف العرض والطلب، وتكاليف العمالة ومدخلات الانتاج، بغض النظر عن تعرضها المالي المباشر لتقلبات أسعار الصرف (Simakova, 2017).

وتختلف درجة حساسية قيمة الشركة وتدفقاتها النقدية لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية وفقا لمجموعة من المحددات أو العوامل، منها ما يرتبط بالخصائص التشغيلية للشركات مثل حجم الشركة، وأنشطة التحوط، والمشاركة في أنشطة التصدير والاستيراد، والرفع المالي، والسيولة، وغيرها، ومحددات خاصة بالصناعة مثل شروط المنافسة، طبيعة الصناعة، التمايز الصناعي، مرونة الطلب السعرية وغيرها، ومحددات خاصة بالاقتصاد مثل الواردات والصادرات، التصنيف الائتماني للدول، وغيرها (Tahir et al., 2022).

ومن ناحية أخرى، يمكن أن يكون التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف له تأثير كبير تكلفة رأس المال للشركات، حيث تشير تكلفة رأس المال إلى العائد المطلوب الذي يتوقعه المستثمرون مقابل توفير التمويل اللازم للشركة، وفي ظل مخاطر تقلبات أسعار الصرف يمكن أن تؤثر تلك المخاطر على الأداء المالي والتدفقات النقدية الحالية والمستقبلية، مما يؤثر بدوره على تكلفة رأس المال (Rios, 2009; Pakdelan et al., 2021).

وعلى المستوى المحلي، فقد مرت مصر منذ عام ٢٠١١ بعدة أزمات أثرت على الوضع الاقتصادي والمالي بشكل كبير، مع انخفاض احتياطي النقد الأجنبي، ونقص السيولة من العملات الأجنبية في السوق المصري، وزيادة المعاملات في الأسواق الموازية غير الرسمية للعملة الأجنبية، وقامت الحكومة المصرية في الثالث من نوفمبر عام ٢٠١٦ باتخاذ قرار تحرير سعر الصرف للعملات الأجنبية، مما يعنى ترك تحديد سعر الصرف لقوى العرض والطلب.

وفي ضوء ما سبق، ما هي محددات تعرض الشركات المقيدة بالبورصة المصرية لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، وهل يؤثر ذلك على تكلفة رأس المال للشركات، ذلك ما سوف يجيب عنه هذا البحث نظريا وعمليا.

٢- مشكلة البحث

مع تزايد التكامل الاقتصادي الدولي وتطور الأسواق العالمية، يتزايد تأثير الشركات بتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية سواء على أرباح الشركة والمنافسة وأسعار الأسهم، وهو ما يطلق عليه لغز التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، حيث قد يكون هناك تناقض بين التوقعات النظرية والمستويات المشاهدة للتعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية (Li et al., 2011)، فقد نتوقع أن يكون التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف له تأثير معنوي على قيمة الشركات ونتائج أعمالها إلا أن الواقع يختلف، وذلك وفقا لحساسية أو مرونة التدفقات النقدية للشركة والمبيعات الخارجية والمنافسة الخارجية للتغير غير المتوقع لأسعار صرف العملات الأجنبية، مما يؤثر على نتائج أعمال الشركة وقيمتها. وتتوقف حساسية الشركة للتعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على مجموعة من المحددات التي قد تختلف من شركة لأخرى، ومنها حجم الشركة، والتدخل الاجنبي أو العمليات الأجنبية للشركة، ومركز السيولة على المدى القصير، ودرجة الرفع المالي، وأنشطة التحوط لدى الشركة (Simakova,2017).

وعلى المستوى العالمي، فقد أدى ارتفاع الأسعار العالمية للسلع الأساسية، وارتفاع معدلات التضخم العالمية لمعدلات غير مسبوقه، بالإضافة إلى تقلبات الأسواق المالية في الدول الناشئة، وقيام البنوك المركزية بزيادة أسعار الفائدة عالميا إلى ضغوط تضخمية أثرت على اقتصاديات الكثير من الدول، وانخفاض تدفقات النقد الأجنبي من الاستثمار الأجنبي المباشر (Qing et al.,2022).

وعلى المستوى المحلي، أثرت جميع العوامل السابقة على العملة المحلية (الجنيه المصري)، مما استوجب تدخل البنك المركزي برفع سعر الفائدة وتحريك أسعار الصرف خلال شهري مارس وأكتوبر ٢٠٢٢ تحركات غير اعتيادية لتعكس الواقع العالمي الجديد، مما نتج عنه انخفاض في قيمة الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي خلال تلك الفترة بنسبة كبيرة، مما ترتب عليه تأثير الشركات التي لديها أرصدة التزامات كبيرة بالعملة الأجنبية سواء قصيرة أو طويلة الأجل بخسائر فروق عملة استثنائية نتيجة إعادة ترجمة هذه الأصول وفقا لسعر الصرف بعد تحريكه، وقد انعكست تلك الخسائر بشكل كبير على نتائج أعمال تلك الشركات بقائمة

الدخل وجانب حقوق الملكية، وأثرت على الاداء المالي لتلك الشركات. وصدر قرار رئيس مجلس الوزراء رقم (٤٧٠٦) لسنة ٢٠٢٢ بشأن اضافة المحلق (ج) لمعيار المحاسبة المصري رقم (١٣) الخاص بأثار التغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية. وذلك لوضع معالجة محاسبية خاصة اختيارية يمكن من خلالها التعامل مع الأثار المترتبة على تحريك سعر صرف العملات الأجنبية على القوائم المالية للشركات التي تأثرت قوائمها المالية سلباً بتحريك أسعار صرف العملات الأجنبية.

وتأسيساً على ما سبق يمكن صياغة مشكلة البحث في مجموعة من التساؤلات الآتية:

- ما هي مخاطر التعرض لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية؟ وما هي محدداتها؟
- ما هي متطلبات المعالجة المحاسبية الخاصة للتعامل مع اثار تحريك أسعار صرف العملات الأجنبية؟
- هل توجد علاقة بين مخاطر التعرض لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية وتكلفة رأس المال للشركات؟ وإلى أي مدى يدعم الدليل التجريبي للشركات المقيدة بالبورصة المصرية هذه العلاقة؟

٣- هدف البحث

يهدف البحث إلى دراسة واختبار محددات التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، واختبار تأثير تلك المخاطر على تكلفة رأس المال للشركات من منظور محاسبي، وذلك بالتطبيق على أحد أسواق رأس المال الناشئة وهو سوق رأس المال المصري خلال الفترة من ٢٠١٧ حتى ٢٠٢٢ بعد اتخاذ الحكومة قرار تعويم (تحرير) أسعار صرف العملات الأجنبية.

٤- أهمية ودوافع البحث

في ظل التحركات الدراماتيكية والمتقلبة وغير المستقرة في أسعار صرف العملات الأجنبية خلال الفترة الماضية في السوق المصري، ومع الانخفاض في قيمة الجنيه المصري، يستمد البحث أهميته العملية من خلال دراسة وتحليل أثر التعرض لمخاطر

تقلبات أسعار الصرف على الشركات، ومعرفة محددات وخصائص الشركات للتعرض لتلك المخاطر، وأثر تلك المخاطر على تكلفة رأس المال للشركات. كما يستمد البحث أهميته الأكاديمية من مساهمته في توضيح الفجوة البحثية في ظل ندرة الدراسات السابقة التي تناولت طبيعة هذه العلاقة ولذلك تقدم الدراسة موضوعاً محل اهتمام في مجال البحث المحاسبي.

ومن أهم دوافع البحث توفير متضمنات مهمة لواضعي السياسات على المستوى الدولي لفهم الروابط بين السياسات الخاصة بأسعار صرف العملات الأجنبية وتكلفة رأس المال للوحدات الاقتصادية بالدولة. هذا إلى جانب مساعدة المحللين الماليين والمستثمرين في فهم أهم محددات التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية والتي قد تؤثر على عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية. وعلى مستوى مديري الشركات، توفر الدراسة فهم لأثر التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية وكيفية مواجهة وإدارة تلك المخاطر من خلال أنشطة التحوط المالي والتشغيلي.

٥- حدود البحث

يقتصر البحث على دراسة واختبار محددات التعرض الاقتصادي (التشغيلي) لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية وعلى وجه التحديد الدولار الأمريكي فقط، باعتباره من أهم العملات الأجنبية المؤثرة على الشركات في مصر. ويخرج عن نطاق البحث مخاطر التعرض نتيجة المعاملات ومخاطر التعرض الناتج عن الترجمة (التعرض المحاسبي)، كما يقتصر البحث على دراسة أثر مخاطر التعرض الاقتصادي على تكلفة رأس المال للشركات، ومن ثم يخرج عن نطاق البحث دراسة العوامل الأخرى التي يمكن أن تؤثر على تكلفة رأس المال للشركات. كما تقتصر الدراسة على الخصائص التشغيلية للشركات كمحددات للتعرض الاقتصادي لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، ويخرج عن نطاق البحث خصائص الصناعة وعوامل الاقتصاد الكلي التي يمكن أن تؤثر على التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف. كما تقتصر الدراسة التطبيقية على عينة من الشركات غير المالية المسجلة بالبورصة المصرية بعد استبعاد الشركات المالية نظراً لخضوعها لبعض

المعايير والمتطلبات الرقابية الخاصة، وبالتالي فإن قابلية النتائج للتعميم ستكون مشروطة بحدود البحث ومجتمع وعينة الدراسة.

٦- خطة البحث:

في ضوء مشكلة البحث وهدفه وحدوده، سوف يستكمل البحث على النحو التالي:

- مفهوم سعر صرف العملات الأجنبية وتحرير سعر الصرف.
- مفهوم التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية.
- أنواع التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية.
- مداخل قياس التعرض الاقتصادي للتقلبات في أسعار صرف العملات الأجنبية.
- المعالجة المحاسبية لآثار التغير في أسعار صرف العملات الأجنبية.
- تحليل وتقييم الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث.
- منهجية البحث.
- نتائج البحث وتوصياته وأهم مجالات البحث المقترحة.

٧- مفهوم سعر صرف العملات الأجنبية وتحرير سعر الصرف:

لكل دولة من دول العالم عملتها التي يتم التداول بها محليا في عمليات تبادل السلع والخدمات وتكون مبرئة للذمة، كما أن لهذه العملة المحلية قيمة مقابل العملات الأجنبية الأخرى وفقا لقوة أو ضعف اقتصاد البلد الذي تنتمي إليه. ويعرف سعر صرف العملة الأجنبية بأنه سعر الصرف للعملة الأجنبية (الدولار مثلا) مقابل وحدة واحدة من العملة أو بالعكس (الجنيه المصري)، أي هو قيمة العملة بدلالة عملة أخرى (Schltens and Zaol, 2015).

وقد مرت أنظمة صرف العملات الأجنبية بعدة مراحل تاريخية مختلفة من حيث تقلبات أسعارها فيما بينها (Belghitar et al., 2021) وذلك على النحو التالي:

(أ) نظام سعر الصرف الثابت (قاعدة الذهب) Pure gold standard system

سيطر هذا النظام خلال فترة قاعدة الذهب والتي امتدت حتى فترة الحرب العالمية الأولى في أواخر القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين، حيث تميز هذا النظام بالثبات في الأسعار، إذ أن هذا النظام يسمح بتقلب أسعار الصرف في حدود ضيقة محكومة بالداخل والخارج من خلال الذهب. حيث يتم تحديد قيمة ثابتة للعملة الوطنية بالذهب، وضمان قابلية

العملة الوطنية للصرف بالذهب أو بالعكس بلا قيد أو شروط وفقا للمعدل الثابت المحدد بوزن وحدة العملة بالذهب، وكذلك شرط حرية تصدير واستيراد الذهب.

(ب) نظام سعر الصرف الحر Free floating Exchange rate

وفقا لهذا النظام تتحكم قاعدة العرض والطلب في أسواق العملات الأجنبية، حيث يتحدد سعر صرف العملة الأجنبية وفقا لقوى العرض والطلب. وقد خلف هذا النظام قاعدة الذهب واستمر في الفترة منذ بداية الحرب العالمية الأولى وحتى بداية الحرب العالمية الثانية عندما قررت عدد من الدول ذات التأثير على الاقتصاد العالمي التخلي عن نظام الذهب بنهاية الحرب العالمية الأولى، وبذلك أصبح التحويل بين العملات الأجنبية بعضها البعض "عملات ورقية". وتتميز أسعار العملات الأجنبية في هذا النظام بالتقلب المرتبط بالعرض والطلب مع تدخل السلطات النقدية للدولة عند الضرورة، حيث تدخل مشترية أو بائعة باستخدام ما لديها من احتياطات النقد الأجنبي أو الذهب حفاظا على الاقتصاد المحلي والمؤسسات المالية في الدولة من الانهيار. ويقتصر دور الذهب باعتباره غطاء عملة فقط ولا يتم تصديره أو استيراده في التسويات ولا يتميز بحرية الصك. ويطلق على هذا النظام في الوقت الحاضر نظام تعويم العملات، وهو نظام لا تتدخل فيه الحكومة ولا البنك المركزي.

(ج) نظام الرقابة على أسعار الصرف Exchange control system

وفقا لهذا النظام تخضع أسعار صرف العملات الأجنبية للرقابة الكاملة من الدولة، وبالتالي تدخل الدولة في سوق العملات الأجنبية أما بائعة أو مشترية. ويتم الاشراف الحكومي المنظم على سوق النقد الأجنبي أي الاشراف على عرض وطلب أسعار النقد الأجنبي في السوق. ويتميز هذا النظام بعدة خصائص منها عدم السماح بحرية تحويل العملة المحلية إلى العملات الأجنبية إلا في ظل القواعد المنظمة التي تضعها الدولة، اختفاء قاعدة الذهب.

ووفقا لهذا النظام تحدد السلطات النقدية معدل الصرف الثابت لتحويل العملة المحلية إلى عملات أجنبية، ويكون تحديد هذا المعدل بصفة دقيقة أو تقريبية لا تتعدى هامش تعويم مقدر، وعند تغير قيمة العملة بما يفوق الحدود المسموح بها، يتدخل البنك المركزي مباشرة في سوق الصرف ببيع أو شراء عملته من أجل التحكم في ارتفاع أو انخفاض قيمة العملة المحلية، كما يمكنه أن يتدخل بطريقة غير مباشرة بواسطة سعر الفائدة فيما يخص رؤوس الأموال الأجنبية.

(د) نظام استقرار أسعار الصرف

وهو ما يعرف باسم نظام "بريتون وودز" Bretton Woods Agreement والذي تم استخدامه بعد الحرب العالمية الثانية، وأتى به صندوق النقد الدولي من أجل استقرار أسعار صرف العملات، ومنع المضاربة في العملات على المستوى الدولي. وفي ظل هذا النظام لا تكون أسعار الصرف ثابتة كما في نظام الذهب ولا تتمتع بحرية كما في النظام الحر بل تخضع لرقابة مستمرة.

يتضح مما سبق، أنه في ظل نظام الاقتصاد العالمي المفتوح القائم على التكامل الاقتصادي بين الدول وحرية التجارة العالمية يعتبر سعر الصرف أداة ربط بين الاقتصاد المحلي وباقي الاقتصاديات الدولية، ويلعب سعر صرف العملات الأجنبية دوراً مهماً في المعاملات الدولية على مستوى الدول وعلى مستوى الوحدات الاقتصادية داخل الدولة سواء من خلال الصادرات والواردات وحركات رأس المال طويل الأجل مثل الاستثمار الأجنبي المباشر، مما يؤثر على مستويات التضخم وأسعار الفائدة، وميزان المدفوعات، وظهور الأسواق الموازية للسوق الرسمي. ويمكن تحديد أسعار الصرف بسعر ثابت أو السماح لها بالتقلب، وبالتالي يمكن التمييز بين عدة أنظمة لأسعار الصرف سواء نظام سعر الصرف الثابت، أو نظام سعر الصرف الحر أو أنظمة أسعار الصرف التي تخضع للرقابة من أجل استقرار أسعار الصرف ومنع المضاربة في العملات.

٨- مفهوم التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية

تعد مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية من المخاطر السوقية التي تواجه الشركات العاملة في المجال الدولي وكذلك الشركات ذات التوجه المحلي.

ويعرف (Adler and Duma (1984) التعرض لمخاطر سعر الصرف الأجنبي بأنه تأثير تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على قيمة الشركة من خلال احتمالية تأثير التغير في أسعار الصرف على ربحية الشركة وصافي التدفقات النقدية، ومن ثم قيمة الشركة. كما يعرف (Bae et al. (2013) التعرض لمخاطر أسعار صرف العملات الأجنبية بأنها

المخاطر الناتجة عن التغيير غير المرغوب في قيمة العملة (سعر الصرف) مما ينتج عنه نقص غير متوقع في الأرباح والتدفقات وقيمة الشركة. ويعرفها (Saidi et al.,2021) بأنها المخاطر الناتجة عن التغيير غير المتوقع في أسعار صرف العملات الأجنبية.

ومن الواضح أن الشركات متعددة الجنسيات تكون أكثر عرضة لمخاطر تغيرات أسعار الصرف مقارنة بالشركات ذات التوجه المحلي، ولكن في الواقع، فإن الشركات ذات التوجه المحلي والتي ليس لديها عمليات أو معاملات أجنبية أو أصول والتزامات مقومة بالعملة الأجنبية تكون معرضة أيضاً لمخاطر تقلبات أسعار الصرف حيث قد تتأثر أسعار المدخلات والمخرجات والعرض والطلب الخاصة بها أو أسعار المنافسين بتحركات أو تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية (Hishamuddin et al.,2022).

يعتبر التعرض لمخاطر أسعار صرف العملات الأجنبية مصدر قلق لمديري الشركات نظراً لأن تحركات أسعار الصرف يمكن أن تؤثر على صافي التدفقات النقدية وصافي الدخل. ونظراً لأن سعر السهم هو عبارة عن القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية المستقبلية للشركة، وبالتالي فإن تقلبات أسعار الصرف ستؤدي إلى تقلبات أسعار السهم (Setiawanta et al.,2020;Osho and Fagbamila,2022)

وبناء على ما سبق يمكن القول بأن مخاطر أسعار صرف العملات الأجنبية تمثل درجة التقلب في أسعار صرف عملة معينة نسبة إلى العملات الأخرى، وتمثل هذه المخاطر حالة من عدم التأكد حول السعر الذي من الممكن أن يتم تبادل به العملة المحلية بدلالة العملة الأجنبية مستقبلاً، وبالتالي تتضمن تلك المخاطر خسائر مباشرة أو غير مباشرة، حيث يكون هناك خسائر مباشرة نتيجة التعرض غير المتحوط عنه، أما الخسائر غير المباشرة تكون في التدفقات النقدية للشركة، أو الأصول والالتزامات المقومة بالعملات الأجنبية، أو انخفاض صافي الأرباح، ومن ثم التأثير على قيمة الشركة نتيجة التغيير غير المتوقع في أسعار صرف العملات الأجنبية.

٩- أنواع التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية

تنشأ مخاطر أسعار صرف العملات الأجنبية من ثلاثة مصادر أساسية للتعرض لتلك المخاطر وهي، مخاطر المعاملات، ومخاطر الترجمة، والمخاطر التشغيلية. فإذا تعرضت الشركة لواحد على الأقل من هذه التعرضات فهذا يعنى أنها معرضة لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية. ويمكن تناول هذه الأنواع من المخاطر بشيء من التفصيل على النحو التالي:

١/٩ مخاطر المعاملات Transaction Risk

يعرف (Waithera, 2018) مخاطر المعاملات بأنها تأثير التغيرات غير المتوقعة في أسعار صرف العملات الأجنبية على التدفقات النقدية الحالية المرتبطة بالأصول أو الالتزامات المالية المقومة بعملات أجنبية ناتجة عن معاملات حقيقية.

فالشركات التي تتعامل في معاملات التصدير والاستيراد للسلع والخدمات ينبغي أن تستلم أو تدفع قيمة هذه المعاملات أو الصفقات بالعملة الأجنبية، ومن هنا تنشأ مخاطر المعاملات عندما تكون للشركة التزامات تعاقدية من أجل الحصول على العملة الأجنبية في تاريخ معين في المستقبل، أو العكس عندما توجد حقوق للشركة وسوف تحصل على عملة أجنبية في المستقبل. وبذلك فإن مخاطر المعاملات تقيس التغيرات في قيمة الأصول أو الالتزامات المالية القائمة التي تم تحملها قبل التغير في أسعار صرف العملات الأجنبية، ولكنها لم تستحق التسوية إلا بعد فترة زمنية حدث خلالها تغير في أسعار صرف العملات الأجنبية، ولذا فإن مخاطر المعاملات تؤثر على التغيرات في التدفقات النقدية التي تنشأ من أصول أو التزامات قائمة مقومة بالعملات الأجنبية لم تستحق بعد، وبالتالي معرضة لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية (Koroma et al., 2023).

ويمكن القول، أنه غالباً ما تقوم الشركات بالتحوط من مخاطر المعاملات للحفاظ على التدفقات النقدية والأرباح بناء على خبرة إدارة تلك الشركات بشأن تأثير التقلبات المستقبلية لأسعار صرف العملات الأجنبية.

٢/٩ مخاطر الترجمة Translation Risk

تنشأ هذه المخاطر نتيجة تحويل أو ترجمة القوائم المالية للفروع الأجنبية إلى عملة موحدة لإعداد قوائم مالية موحدة للشركة، وبالتالي إذا تغير أسعار صرف العملات الأجنبية منذ فترة التقرير السابقة، فسوف تتأثر بنود قائمة المركز المالي (الأصول والخصوم)، وكذلك بنود قائمة الدخل (الإيرادات والمصروفات والمكاسب والخسائر) المقومة بعملة أجنبية عند تحويلها بأسعار صرف محددة إلى العملة الأساسية أو المحلية في تاريخ مستقبلي محدد (Koroma et al., 2023)، وبالتالي تقيس مخاطر الترجمة التغيرات المحتملة في حقوق الملكية. ولإدارة هذا النوع من المخاطر، تستخدم الشركات تقنيات مختلفة على سبيل المثال التحوط في الميزانية العمومية، وهو ينطوي على اختيار العملة التي يتم بها تصنيف الأصول والخصوم المعرضة للمخاطر بحيث يؤدي تغيير سعر الصرف إلى جعل الأصول المعرضة للمخاطر مساوية للخصوم المعرضة للمخاطر أو تقوم الشركة بتغطية صافي الأصول للشركة التابعة التي تتأثر بتحرك سعر الصرف. ويتم تغطية هذه المخاطر بشكل غير متكرر وغير منهجي، وذلك لتجنب تأثير الصدمات المفاجئة المحتملة على صافي الأصول (Okika et al., 2018; Agnihotri and Arora, 2021).

وتتضمن هذه المخاطر بشكل رئيسي التعرض لمخاطر تغير أسعار صرف العملات الأجنبية طويلة الأجل، مثل قيام الشركة الأم بتقييم الشركات التابعة وهيكل ديونها والاستثمارات الدولية. ومع ذلك فإن طبيعة هذه البنود على المدى الطويل وحقيقة أن ترجمة القوائم المالية تؤثر على الميزانية العمومية بدلاً من قائمة الدخل، تجعل التحوط من مخاطر الترجمة أقل أولوية بالنسبة لإدارة الشركات (Thirunavukkarasu, 2006; Mustafa et al., 2021).

٣/٩ المخاطر التشغيلية أو الاقتصادية Operation/ Economic Risk

يعرف (Tomanova (2014) المخاطر التشغيلية أو الاقتصادية بأنها تأثير التغيير غير المتوقع لأسعار صرف العملات الأجنبية على التدفقات النقدية المستقبلية للشركة ومركزها التنافسي. وتتصف هذه المخاطر بصعوبة تحديدها، إذ تعتمد على تقييم أثر تغيرات أسعار الصرف على المعاملات التي لم يتم الاتفاق عليها بعد، ولتحديد هذه المخاطر يكون من الضروري قياس التغير في التدفقات النقدية المستقبلية للشركة استجابة للتغيرات في أسعار

الصرف، أي التأثير المحتمل لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، وذلك من خلال قياس التأثير المحتمل لتقلبات أسعار الصرف عند التنبؤ بإيرادات الشركة والتكلفة المتوقعة خلال الفترة المستقبلية. وبالتالي يقيس التعرض التشغيلي أو الاقتصادي التغير في القيمة الحالية للشركة الناتج عن أي تغيير في التدفقات النقدية التشغيلية المستقبلية للشركة بسبب التغير غير المتوقع لأسعار صرف العملات الأجنبية. ويتصف التعرض التشغيلي أو الاقتصادي بأن له تأثير طويل المدى على قيمة الشركة والتدفقات النقدية المستقبلية، بالإضافة إلى التأثير على المركز التنافسي طويل المدى للشركة (Prasad and Suprabha, 2015) وتعتبر مخاطر التعرض التشغيلي أو الاقتصادي من المخاطر المعقدة وتتطلب تحليل عدم التأكد على مستوى الاقتصاد الكلي. وبناء على تعريف التعرض التشغيلي أو الاقتصادي، فإن هذه المخاطر تواجه ليس فقط الشركات متعددة الجنسيات، بل تواجه أيضا الشركات المحلية ذات التوجه المحلي والتي لا تنطوي على أنشطة استيراد وتصدير، حيث من الممكن أن تتأثر إيرادات وتكاليف أي شركة بتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية حتى ولو كانت جميع تدفقاتها النقدية مقومة بالعملة المحلية. وتستخدم الشركات طرق مختلفة لإدارة تعرضها التشغيلي أو الاقتصادي من خلال تنويع عملياتها، ومشاركة المخاطر على المدى الطويل (Simakova, 2017).

وعند مقارنة مخاطر التعرض التشغيلي أو الاقتصادي مع مخاطر المعاملات، يكون التعرض لمخاطر المعاملات محدد جيدا ويتعامل مع التغيرات في التدفقات النقدية الناتجة عن التزامات تعاقدية حالية بعملة أجنبية للشركة، بينما يرتبط التعرض التشغيلي بالتغيرات في التدفقات النقدية المستقبلية والتي لم يتم التعاقد عليها بعد نتيجة التقلبات في أسعار صرف العملات الأجنبية، وبالتالي التأثير على قيمة الشركة نتيجة التغيرات غير المتوقعة لأسعار صرف العملات الأجنبية (Dominguez and Tesar, 2006).

ومن ناحية أخرى، وبخلاف الأنواع الثلاثة لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية المذكورة أعلاه، هناك مفهوم جديد لمصادر التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، وهو مخاطر التعرض الضريبي، وينتج بشكل أساسي عن حالة عدم التأكد واختلاف الممارسات المحاسبية باختلاف البلدان فيما يتعلق بمكاسب أو خسائر العملات الأجنبية المحققة

لأغراض احتساب الدخل الخاضع للضريبة، فقد يتم خصم خسائر الصرف الأجنبي المحققة فقط لأغراض احتساب ضرائب الدخل، وأن مكاسب الصرف الأجنبي المحققة فقط هي التي تحقق دخلاً خاضعاً للضريبة (Kuchin et al., 2019). وبالإضافة لذلك هناك نوع آخر من مخاطر التعرض لأسعار صرف العملات الأجنبية وهي المخاطر الائتمانية (Credit Risk)، وهي المخاطر التي تنشأ عن عدم قدرة أحد أطراف العقد المقوم بالعملة الأجنبية على الوفاء بالتزامات التعاقد في الوقت المحدد، مما يعنى التأخير في سداد المقرض لالتزاماته. ويمكن السيطرة على هذه المخاطر من خلال أحكام الرقابة على مجموع المبالغ التي يمكن منحها كائتمان للأطراف الأخرى (Qureshi et al., 2022).

وعلى الرغم من أنه يمكن إدارة التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية وتقليلها من خلال استخدام ادارة الشركات لاستراتيجيات التحوط التشغيلي والمالي. إلا أن هذا التعرض لا يزال مصدراً مهماً للمخاطر التي تتعرض لها الشركات. وتقدم الأدلة التجريبية وبصفة خاصة في الأسواق الناشئة بعض الإرشادات حول القنوات التي يمكن من خلالها أن تؤثر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على ربحية الشركات، وتشمل هذه القنوات جانب المعاملات والجانب المالي (Rashid et al., 2022). فبالنسبة للجانب الأول وهو جانب المعاملات، فعادة يتأثر جانب المعاملات بمرونة الطلب السعرية، والتي تؤكد على تأثير تقلبات أسعار الصرف من خلال جانب المعاملات على أداء الشركة من خلال التغيرات في الأسعار النسبية وإعادة توزيع الدخل، وتأثيرها على الموردين والعملاء والمنافسين. ويوضح Tripathi and Sethi (2022) أن انخفاض قيمة العملة قد يحسن ربحية الشركات المصدرة بسبب زيادة حجم صادراتها نتيجة انخفاض أسعارها نسبياً في الخارج مقارنة بالمنافسين في الخارج. ومع ذلك يمكن أن تنخفض أرباحها إذا اعتمدت على منتجات و مواد خام مستوردة من أجل الإنتاج، مما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف إنتاجها، مما ينعكس سلباً على أرباحها، بينما الشركات الموجهة نحو السوق المحلي والتي تقوم باستيراد المواد والمنتجات من الخارج سوف تعاني من ارتفاع تكاليف الإنتاج والتأثير سلباً على أرباحها، وأخيراً حتى الشركات التي لا تقوم بالاستيراد أو التصدير ولا تمارس أي أنشطة دولية سوف تتأثر بشكل غير مباشر بتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية نتيجة للمنافسة الأجنبية في السوق المحلي.

وتظهر دراسات أخرى (eg., Li et al.,2011; Kuchim et al.,2019; Qureshi et al.,2022) أن المنافسة هي المحدد الأول للتعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية سواء في السوق المحلية أو أسواق المنتجات الدولية، وذلك سواء في القطاع التجاري أو القطاع غير التجاري. ومن ثم تواجه الشركات صغيرة الحجم زيادة التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، حيث الشركات الصغيرة ذات الحصة السوقية المنخفضة والمرونة سعرية عالية من المحتمل انخفاض أرباحها نتيجة انخفاض قيمة العملة وانخفاض حجم المبيعات سواء في السوق المحلية أو السوق الدولية. حيث غالبا ما تحتاج الشركات الصغيرة إلى اتفاق مع شريك أجنبي لاخترق سوق التصدير، ووجود حواجز أمام الدخول للسوق الدولية عن طريق فرض قيود على الكميات المصدرة في حالة انخفاض قيمة العملة، أو قيام الشركات برفع أسعار منتجاتها المصدرة المباعة بأحجام ثابتة، مما يعنى أن الشركات الصغيرة تواجه أسواقا تنافسية للغاية ومقيدة بهامش ربحها المنخفض وأسعارها المنخفضة، مما يضر بقدرتها التنافسية وتقليل حجم صادراتها (Shim et al.,2020).

وعلى الجانب الثاني وهو الجانب المالي، الذي تؤثر من خلاله تغييرات أسعار صرف العملات الأجنبية على قيمة الشركة، وذلك من خلال التأثير على القوائم المالية للشركة والتأثير على أصولها والتزاماتها المقومة بالعملة الأجنبية، ويطلق عليه جانب التقييم. حيث تؤثر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على مركز صافي الأصول الأجنبية لاسيما في الاقتصاديات الناشئة (Prasad and Suprabha,2015).

ومن ناحية التحوط من المخاطر المتعلقة بتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، ينظر إلى التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، كأحد المخاطر الرئيسية التي تواجه الشركات متعددة الجنسيات لأنها تؤثر بشكل كبير على التدفقات النقدية المستقبلية للشركة، وقيمة الشركة والتي تعتبر صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، وبالتالي فإن حساسية التدفقات النقدية المستقبلية للشركة لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية تؤثر على قيمة الشركة، ولذلك تحاول الشركات ادارته مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية من خلال التحوط، وذلك لتقليل التباين في التدفقات النقدية المستقبلية للشركة (Simakova,2017).

ويعرف (2007) El Masry and Abdelsalam التحوط بأنه الوقاية من المخاطر أو تجنب المخاطر قدر الإمكان. وعرفه (2007) Bartram and Bodnar بأنه اتخاذ الاجراءات لحماية رأس المال المستثمر من التقلب غير المتوقع وغير المرغوب من خلال تجنب الوقوع في المخاطر أو تقليلها بقدر الإمكان.

أما إدارة المخاطر فهي عملية منظمة لتحديد وتقييم التعرض للسائر المحتملة التي تواجه الشركات، ووضع الاستراتيجيات المناسبة لمواجهة هذه المخاطر. وتظهر أهمية التحوط من التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية لتحقيق الاستقرار في التدفقات النقدية المستقبلية وبالتالي زيادة قيمة الشركة (Shokry,2017).

وتتنوع استراتيجيات التحوط التشغيلية والمالية التي يمكن أن تستخدمها الشركات لإدارة التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، وذلك وفقا لنوع التعرض، فبالنسبة لإدارة مخاطر تعرض المعاملات، وهي المخاطر الناتجة عن التغيير غير المتوقع في أسعار صرف العملات الأجنبية بين وقت إبرام العقد ووقت تسويته مما يؤدي إلى تغيير للتدفق النقدي الداخل أو الخارج، ويمكن ادارته مخاطر تعرض المعاملات من خلال التحوطات التعاقدية والتشغيلية والمالية. حيث تستخدم التحوطات التعاقدية العقود الآجلة والخيارات، بينما تتضمن استراتيجيات التحوط التشغيلية والمالية استخدام اتفاقيات تقاسم المخاطر، واداره شروط الدفع والمقايضات. ومع امكانية استبعاد مخاطر التعرض للمعاملات إلا أنه لا يلغى جميع المخاطر الأخرى لتقلبات أسعار الصرف، حيث لا تزال الشركات معرضة لمخاطر التعرض التشغيلي أو الاقتصادي (Dominguez and Tesar,2006; Tomanova,2014).

ويعتبر التعرض الاقتصادي او التشغيلي طويل الأجل، ولا يمكن التعامل معه فقط من خلال استراتيجيات التحوط المالي، ولكنه يتطلب أيضا تعديلات الاستراتيجيات التشغيلية طويلة الأجل، على سبيل المثال، اختيار وتنويع الأسواق واستراتيجيات المنتج (Prasad and Suprabha,2015; Tomanova,2014).

ومن ناحية أخرى، هناك مخاطر التعرض للترجمة والتي تنشأ من ترجمة القوائم المالية للفروع الأجنبية لإعداد تقارير مالية موحدة للشركة. وغالباً ما تستخدم الشركات ثلاث طرق متاحة لإدارة مخاطر التعرض للترجمة، الأولى تعديل تدفقات الأموال من خلال تغيير

عملات التدفقات النقدية المخططة للشركة الأم أو الشركات التابعة لها لتقليل التعرض المحاسبي للعملة المحلية للشركة. وتتضمن الطريقة الثانية إبرام العقود الآجلة، وهو أسلوب التغطية الأكثر شيوعاً، حيث يتم إنشاء أصل أو التزام مقابل للعملة الأجنبية. والطريقة الثالثة هي إدارة شبكة التعرض وبصفة خاصة للشركات متعددة الجنسيات التي لها مراكز بأكثر من عملة أجنبية أو إدارة مراكز موازية بنفس العملة (Qing et al., 2022).

وبناء على ما سبق، يخلص الباحث أنه في ظل نظام الاقتصاد المفتوح، تلعب أسعار صرف العملات الأجنبية دوراً مهماً في المعاملات الدولية، ويتم تعريف سعر الصرف الأجنبي على أنه سعر عملة معينة بعملة أخرى. وبعد انهيار نظام بريتون وودز في السبعينات، قررت معظم الدول في جميع أنحاء العالم السماح بتعويم عملاتها المحلية مقابل العديد من العملات الأجنبية، والتحول من نظام السعر الثابت إلى أسعار الصرف العائمة. وعلى الرغم من أن مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية من المخاطر الرئيسية للشركات التي لها معاملات عبر الحدود، إلا أن الشركات المحلية أو ذات التوجه المحلي ليست بعيدة عن هذه المخاطر. وبشكل أساسي، هناك ارتباط قوي بين حركة أسعار صرف العملات الأجنبية وسوق الأوراق المالية وذلك من خلال تأثير تقلبات أسعار الصرف على أسعار أسهم الشركات. حيث يعرف التعرض لأسعار الصرف *exposure exchange rate* بأنه مدى حساسية قيمة الشركة لتغيرات أسعار صرف العملات الأجنبية، وذلك من خلال تأثير عدم التأكد بشأن أسعار الصرف على التدفقات النقدية الحالية والمستقبلية من العمليات الأجنبية، وكذلك تأثير تحركات أسعار الصرف غير المتوقعة على القدرة التنافسية للشركات في الأسواق المحلية والأجنبية، وكذلك التأثير على القيم النسبية للأصول والالتزامات المقومة بالعملة الأجنبية، ومن ثم التأثير على إيرادات الشركات، وتكاليف المدخلات وفقاً لطبيعة أنشطة التصدير والاستيراد.

١٠- مداخل قياس التعرض الاقتصادي للتقلبات في أسعار صرف العملات الأجنبية:

يتضمن التعرض الاقتصادي *Economic exposure* المخاطر طويلة الأجل وتأثيرها على التدفقات النقدية التشغيلية للشركة في الأجل الطويل وقيمة الشركة. وقد تناول العديد

من الدراسات الطرق المختلفة لقياس التعرض الاقتصادي (التشغيلي)، وميزت الدراسات السابقة (e.g., Adler and Dumas, 1984; Bodnar and Gentry, 1993; Tomanova, 2014; Prasad and Suprabha, approach 2015). بين مدخلين، هما مدخل سوق رأس المال Cash Flow approach ومدخل التدفقات النقدية Capital Market approach. ويمكن تناول هذين المدخلين على النحو التالي:

١-١٠ مدخل سوق رأس المال Capital Market approach

يعتمد هذا المدخل لقياس التعرض الاقتصادي على نموذج انحدار ذو معاملين للانحدار لتقدير مخاطر التعرض الاقتصادي للشركات، ويظهر النموذج على النحو التالي:

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 e_{it} + \beta_2 R_{mt} + v_{it} \dots \dots \dots (1)$$

حيث:

R_{it} : عوائد الاسهم للشركة (i) في الفترة (t) .

e_{it} : التقلبات في أسعار الصرف خلال الفترة (t) .

R_{mt} : عوائد السوق خلال الفترة (t) .

v_{it} : حد الخطأ العشوائي.

β_1 : معامل انحدار حساسية قيمة الشركة لتقلبات أسعار الصرف وقياس التعرض الاقتصادي (التشغيلي).

٢-١٠ مدخل التدفقات النقدية Cash Flow approach

يعتمد هذا المدخل على نموذج انحدار بسيط لقياس مخاطر التعرض الاقتصادي (التشغيلي) دون استخدام عوائد الاسهم، وبيانات عائد السوق. وقد قام Bodnar and Marston (2014) بتطوير هذا النموذج، ويظهر على النحو التالي:

$$\delta = h_1 + (h_1 - h_2) \left[\left(\frac{1}{r} \right) - 1 \right] \dots \dots \dots (2)$$

حيث:

δ : مخاطر التعرض الاقتصادي (التشغيلي) لتقلبات أسعار الصرف.

h_1 : نسبة الايرادات بعملة أجنبية إلى إجمالي الايرادات.

h_2 : نسبة التكاليف بعملة أجنبية إلى إجمالي التكاليف.

r : نسبة الربح إلى إجمالي الإيرادات.

كما اقترح (2007) Bartram نموذج انحدار لقياس التعرض الاقتصادي باستخدام التدفقات النقدية التشغيلية على النحو التالي:

$$RCF_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 R_{st} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(3)$$

حيث:

RCF_{it} : التغير في التدفقات النقدية للشركة (i) خلال الفترة (t).

R_{st} : نسبة التغير في أسعار صرف العملة الأجنبية (s) خلال الفترة (t).

α_1 : حساسية التغيرات في التدفقات النقدية نتيجة تغيرات أسعار الصرف (مخاطر التعرض التشغيلي أو الاقتصادي).

يتضح مما سبق، وجود مدخلين لقياس التعرض الاقتصادي لتقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية، المدخل الأول مدخل رأس المال والذي يعتمد على مدي حساسية عوائد الأسهم للشركات لتقلبات أسعار الصرف لقياس التعرض الاقتصادي لتقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية، بينما المدخل الثاني مدخل التدفقات النقدية والذي يقيس التعرض الاقتصادي لتقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية باستخدام نسبة الإيرادات والتكاليف بعملة اجنبية الي اجمالي الإيرادات والتكاليف او من خلال مدي حساسية التغيرات في التدفقات النقدية نتيجة التغيرات في أسعار الصرف. ويعتبر مدخل رأس المال هو الأكثر قبولاً وتم استخدامه على نطاق واسع في الدراسات السابقة عند قياس التعرض الاقتصادي لتقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية وهو ما سيعتمد عليه الباحث عند قياس مخاطر التقلبات في أسعار الصرف للعملات الأجنبية.

١١- المعالجة المحاسبية لآثار التغير في أسعار صرف العملات الأجنبية:

ينظم المعيار المحاسبة الدولي (IFRS(21 بعنوان "آثار التغيرات في أسعار الصرف الأجنبية" المعالجة المحاسبية للمعاملات بالعملات الأجنبية (IASB, 2012). ووفقاً لهذا المعيار يتم الاعتراف المبدئي بالعملات المقومة بالعملات الأجنبية والافصاح عنها في نهاية

فترة التقرير اللاحق وذلك بالعملة الوظيفية من خلال تطبيق سعر الصرف الفوري في تاريخ الصفقة أو المعاملة. وفي نهاية فترة التقرير اللاحقة، ينبغي إعادة تقييم البنود النقدية المقومة بالعملة الأجنبية (العملاء والدائنين بعملة أجنبية) باستخدام سعر الاقفال. وتترجم البنود ذات الطبيعة غير النقدية التي يتم قياسها بالتكلفة التاريخية بعملة أجنبية وذلك باستخدام سعر الصرف السائد في تاريخ المعاملة. بينما تترجم البنود ذات الطبيعة غير النقدية التي يتم قياسها بالقيمة العادلة بعملة أجنبية باستخدام أسعار الصرف السائدة في التاريخ الذي يتم فيه تحديد القيم العادلة. ويتم الاعتراف بفروق العملة الناتجة عن تسوية بنود ذات طبيعة نقدية أو عن ترجمة بنود ذات طبيعة نقدية ذلك ضمن الأرباح (الخسائر) في قائمة الدخل في الفترة التي تنشأ فيها هذه الفروق. بينما يتم الاعتراف بمكاسب (خسائر) من البنود ذات الطبيعة غير النقدية ضمن الدخل الشامل الآخر.

وعلى المستوى المحلي، يقابل معيار المحاسبة المصري رقم (١٣) المعدل ٢٠١٥ بعنوان "أثار التغييرات في أسعار صرف العملات الأجنبية" المعيار الدولي (IFRS(21). وقد أدى صدور قرار البنك المركزي المصري بتحرير أسعار صرف العملات الأجنبية في ٣ نوفمبر ٢٠١٦ إلى حدوث تغييرات جوهرية في قيمة الأصول والالتزامات ذات الطبيعة النقدية والمقومة بعملة أجنبية، وكذلك قيمة الأصول للثابتة الممولة بالتمويل بعملة أجنبية. مما ترتب عليه ظهور أرباح أو خسائر فروق عملة استثنائية نظراً لأن تلك الحالة (تحرير أسعار الصرف) هي حالة استثنائية، ونظراً لأن المعيار المحاسبي المصري رقم (١٣) المعدل ٢٠١٥ غير مؤهل لمعالجة الأحداث التي نشأت عن تلك الحالة الاستثنائية، وبدلاً من تعديل المعايير ذات الصلة لمجرد حالة استثنائية، فقد قامت لجنة معايير المحاسبة المصرية بوضع معالجة خاصة لذلك الظرف الاستثنائي، وهو ما صدر به قرار وزير الاستثمار رقم (١٦) لسنة ٢٠١٧ بتاريخ ١٥ فبراير ٢٠١٧ بإضافة ملحق رقم (أ) للمعيار المحاسبي المصري رقم (١٣) المعدل ٢٠١٥، والذي من خلاله يتم وضع معالجة استثنائية اختيارية لمعالجة الآثار المترتبة على قرار البنك المركزي بتحرير أسعار صرف العملات الأجنبية، على أن يطبق هذا القرار على التقارير المالية لعام ٢٠١٦ بشكل اختياري.

ومرة ثانية صدر قرار البنك المركزي المصري بتحريك أسعار صرف العملات الأجنبية في مارس ٢٠٢٢ لتعكس الواقع العالمي الجديد، مما نتج عنه انخفاض في قيمة الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي خلال تلك الفترة بنسبة كبيرة، مما ترتب عليه تأثر الشركات التي لديها أرصدة التزامات كبيرة بالعملة الأجنبية سواء قصيرة الأجل أو طويلة الأجل بخسائر فروق عملة استثنائية نتيجة إعادة ترجمة هذه الأرصدة وفقا لسعر الصرف بعد تحريكه، وقد انعكست تلك الخسائر بشكل كبير على نتائج أعمال تلك الشركات بقائمة الدخل وجانب حقوق الملكية وأثرت على الاداء المالي لتلك الشركات. وذلك كله أدى إلى الحاجة إلى اصدار الملحق رقم (ب) ليضاف لمعيار المحاسبة المصري رقم (١٣) وذلك في ٢٥ مايو ٢٠٢٢ بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم (١٥٦٨) لسنة ٢٠٢٢. بإضافة معالجة محاسبية خاصة للتعامل مع الآثار المترتبة على تحريك أسعار صرف العملات الأجنبية، والتي تسمح للمنشأة التي لديها التزامات قائمة بالعملة الأجنبية في تاريخ تحريك سعر الصرف مرتبطة بأصول ثابتة واستثمارات عقارية وأصول غير ملموسة (باستثناء الشهرة)، وأصول تنقيب مقتناه خلال الفترة من بداية يناير ٢٠٢٠ وحتى تاريخ تحريك سعر الصرف، بالاعتراف بفروق العملة المدينة الناتجة عن ترجمة هذه الالتزامات في تاريخ تحرير سعر الصرف ضمن تكلفة هذه الأصول. كما تسمح المعالجة للمنشأة بالاعتراف بفروق العملة المدينة والدائنة الناتجة عن ترجمة الأصول والالتزامات ذات الطبيعة النقدية بالعملات الأجنبية القائمة في تاريخ تحريك سعر الصرف ضمن بنود الدخل الشامل الأخر، ويمكن للمنشأة اختيار تطبيق أو عدم تطبيق المعالجة الخاصة الواردة في هذا الملحق.

ويتم تطبيق المعالجات المحاسبية الخاصة الواردة بهذا الملحق بصفتها معالجات محاسبية استثنائية فقط على القوائم المالية للفترة المالية لتطبيق المعالجة المحاسبية الخاصة الواردة بالملحق (ب). ومع تحريك سعر الصرف في ٢٧ أكتوبر ٢٠٢٢ صدر قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٤٧٠٦ لسنة ٢٠٢٢ في ٢٧ ديسمبر ٢٠٢٢ بإضافة الملحق رقم (ج) لمعيار المحاسبة المصري رقم (١٣)، وذلك لوضع معالجة محاسبية خاصة اختيارية يمكن من خلالها التعامل مع الآثار المترتبة على تحريك سعر صرف العملات الأجنبية على

القوائم المالية للمنشآت التي تأثرت قوائمها المالية سلباً بتحريك سعر الصرف، وذلك كما في الملحق (ب) إلا أن الفترة المالية لتطبيق المعالجة المحاسبية الخاصة الواردة بهذا الملحق هي السنة المالية أو الفترة المالية التي تبدأ قبل تاريخ ٢٧ أكتوبر ٢٠٢٢ وتنتهي في أو بعد هذا التاريخ.

وفي ١٧ مايو ٢٠٢٣ أصدر رئيس الوزراء قرار يقضى بمد الإطار الزمني لتطبيق الملحق (ج) لمعيار المحاسبة المصري رقم (١٣) المعدل في عام ٢٠١٥ والخاص بأثار التغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية وذلك على نتائج أعمال الشركات، وذلك حتى نهاية ديسمبر ٢٠٢٣، بوضع معالجات محاسبية اختيارية ومؤقتة للتعامل مع الأثار المترتبة على القرار الاقتصادي الاستثنائي المتعلق بتحريك أسعار الصرف. ويسمح القرار بتمكين الشركات من القيام بمعالجة محاسبية اختيارية ومؤقتة للتعامل مع أثار التغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية، وذلك حتى ٣١ ديسمبر ٢٠٢٣، وذلك لمساعدة الشركات المختلفة على إعادة تويب الخسائر الناتجة عن فروق سعر العملة بموجب القرارات الخاصة بتحريك سعر صرف العملة، بشكل يخفف الضغط على قوائمها المالية ونتائج أعمالها وحقوق ملكيتها.

وتدور فلسفة التعديل حول تمكين الشركات التي افتتت أصولاً بعملات أجنبية قبل تحركات سعر الصرف غير الاعتيادية ولا زالت هناك التزامات تمويلية على هذه الأصول بأن تقوم برسملة خسائر فروق العملة على تلك الأصول وتسجيلها بقوائمها المالية ضمن الأصول، وذلك لتخفيف من حدة أثر فروق سعر الصرف على نتائج أعمالها السنوية ومؤشراتها المالية، وذلك من خلال استيعاب أثار تحريك سعر الصرف على أصولها التي تم تمويلها قبل قرار التحريك وهو ما يقلل الضغط على قائمه الدخل.

بناء على ما سبق، يرى الباحث أن قرار البنك المركزي المصري بتحريك أسعار الصرف قد ترتب عليه تأثر الشركات التي لديها أرصدة التزامات كبيرة بالعملة الأجنبية سواء قصيرة الأجل أو طويلة الأجل بخسائر فروق عملة استثنائية نتيجة إعادة ترجمة هذه الأرصدة وفقاً لسعر الصرف بعد تحريكه، وقد انعكست تلك الخسائر بشكل كبير على نتائج

أعمال تلك الشركات بقائمة الدخل وجانب حقوق الملكية، كما أثرت على الاداء المالي لتلك الشركات. وذلك كله أدى إلى إصدار ملحق لمعيار المحاسبة المصري رقم (١٣) لوضع معالجة محاسبية خاصة اختيارية يمكن من خلالها التعامل مع الآثار المترتبة على تحريك سعر صرف العملات الأجنبية على القوائم المالية للشركات التي تأثرت سلباً بتحريك أسعار الصرف.

ويرى الباحث أن هذه المعالجة الخاصة وقيام بعض الشركات باختيار تطبيقها بينما لا تختارها بعض الشركات قد يؤدي إلى الحد من القابلية للمقارنة سواء على مستوى الشركة ذاتها، أو على مستوى الشركات، هذا بالإضافة إلى تحديد الملحق لعناصر الأصول المؤهلة للمعالجة الخاصة وعدم تعديل بعض عناصر الأصول الأخرى التي لم يحددها المعيار، مما يجعل هناك معاملة غير متماثلة للأصول، هذا بالإضافة إلى ضرورة مراعاة الأثر الضريبي للمعالجة المحاسبية الخاصة التي يضعها الملحق (ج).

وبناء عليه يمكن دراسة بعض المقترحات لتطوير المعالجة الاختيارية الاستثنائية لملحق (ج) لمعيار المحاسبة المصري رقم (١٣) المعدل ٢٠١٥. كما أن تلك المعالجة الخاصة أخذت في الاعتبار مخاطر التعرض المحاسبي وكذلك مخاطر التعرض للمعاملات ولكن لا تأخذ في الاعتبار مخاطر التعرض التشغيلي أو الاقتصادي لتقلبات أسعار الصرف وبالتالي يجب على الشركات الأخذ في الاعتبار مواجهة تلك المخاطر بغض النظر عن اختيارها تطبيق المعالجة المحاسبية الخاصة أو عدم تطبيقها وذلك وفقا لحجم مخاطر التشغيل التي قد تختلف من شركة الي اخرى والتي قد تؤثر على الاداء المالي والتشغيلي للشركات وتكلفة رأس المال لتلك الشركات.

١٢- تحليل وتقييم الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث:

تناول العديد من الدراسات السابقة تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، واختبار محددات التعرض لتلك المخاطر، ودراسة العلاقة بين التعرض لتقلبات أسعار الصرف وقيمة الشركة وأسعار الأسهم، وتكلفة رأس المال.

فقد استهدفت دراسة (Miller and Reuer (1994 اختبار العلاقة بين تعرض الشركة لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية وكل من استراتيجيات الشركة وخصائص الصناعة. وركزت الدراسة على ثلاثة أبعاد استراتيجية مفترضة للتأثير على التعرض الاقتصادي للشركات لتحركات أسعار الصرف، وتشمل الدخول للأسواق الخارجية من خلال الصادرات والاستثمار الأجنبي المباشر، وتمايز المنتج. وتشمل خصائص الصناعة تكامل سوق المنتجات الدولية. وقد أوضحت الدراسة أن التعرض الاقتصادي يشير إلى مدى حساسية القيمة الحقيقية للشركة للتقلبات غير المتوقعة في أسعار صرف العملات الأجنبية. وبالمقارنة بالمفهوم المحاسبي التقليدي لمخاطر التعرض الخاصة بالمعاملات، يزداد التعرض لتحركات أسعار الصرف مع زيادة نسبة مبيعات التصدير إلى إجمالي مبيعات الشركة، ويرجع ذلك إلى حسابات المدينين المقومة بالعملات الأجنبية، فإذا كانت العملة المرجعية للبلد الأم هي الدولار، فإن ارتفاع قيمة الدولار يؤدي إلى انخفاض قيمة حسابات المدينين المقومة بعملات أخرى. بالإضافة لذلك، توصلت الدراسة إلى أن الاستراتيجية الدولية للشركات يمكن أن تقلل من تعرضها لمخاطر تقلبات أسعار الصرف من خلال المشاركة في أسواق الدول المختلفة، وذلك نظراً لأن البلدان تمر بمراحل مختلفة في دورات حياة الأعمال أو المنتجات، مما يقلل من تقلب أرباح الشركات التي تعمل في أكثر من بلد واحد، أي أن التنوع الدولي يخلق قيمة للشركات التي تتوجه إلى الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث قد يوفر وجود شركات تابعة خارج السوق المحلية خيارات فريدة غير متاحة للشركات المحلية البحتة للحصول على المدخلات وتحديد مواقع الإنتاج أو التسويق أو أنشطة سلسلة القيمة الأخرى.

كما أشارت الدراسة إلى أن عدم التأكد بشأن أسعار الصرف يدفع الشركات إلى التحول إلى الأسواق الدولية من أجل قيادة الصناعة من خلال تحويل الإنتاج إلى البلدان منخفضة التكلفة، مما يوفر ميزة تنافسية ويعزز قيمة الشركة، وبالتالي فإن الاستثمار الأجنبي يقلل من تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار الصرف. وبالإضافة لذلك توصلت الدراسة إلى أن الشركات المشاركة في استراتيجيات التمايز تتمتع بميزة تنافسية أكثر استدامة من

استراتيجية قيادة التكلفة في ظل تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية سواء من خلال تمايز المنتجات والتكنولوجيا أو الخصائص الفريدة للمنتج أو العلامة التجارية، مما يعزز قدرة الشركة على تمرير التغييرات في التكاليف إلى العملاء بسبب تحركات أسعار الصرف. كما تؤكد الدراسة أن الشركات التي لها مبيعات فقط في أسواقها المحلية قد تتعرض لمخاطر التعرض الاقتصادي لتحركات أسعار الصرف بسبب استخدام المدخلات المستوردة أو التنافس مع السلع المستوردة في صناعتها، مما يشير إلى أن مدى تكامل السوق العالمية يؤثر على التدفقات النقدية المستقبلية للشركات المحلية.

وعلي نحو مشابه، تناولت دراسة (Mathieson and Peter (1998) تأثير مخاطر التعرض لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على أسعار الأسهم، بالتطبيق على عينة من الشركات في المملكة المتحدة خلال الفترة (١٩٩٠ - ١٩٩٦). وقد أوضحت الدراسة أن نظرية مخاطر التعرض الاقتصادي لتقلبات أسعار الصرف The Theory of economic exposure تفسر حساسية قيمة الشركة للتغيرات غير المتوقعة لأسعار الصرف، حيث تتعرض الشركات التي تشارك في معاملات دولية لمخاطر المعاملات الناشئة عن حسابات المدينين والدائنين المقومة بعملة أجنبية، بالإضافة إلى ذلك تواجه الشركات متعددة الجنسيات (الاستثمار الأجنبي المباشر) لمخاطر ناتجة عن ترجمة الأصول والخصوم المقومة بعملة أجنبية. وتشير الدراسة إلى نوع آخر للتعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف وهو التعرض الاقتصادي، حيث الشركات التي ليس لها معاملات بعملة أجنبية أو مخاطر محاسبية ناتجة عن الترجمة، تتعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف من خلال تأثير تقلبات أسعار الصرف على الوضع التنافسي للشركة، حيث يتم تصنيف الشركات على أنها ذات حساسية عالية أو منخفضة للتقلبات في أسعار الصرف سواء من حيث التكاليف أو أسعار البيع أو كلاهما. وقد قامت الدراسة بتقدير مدى التعرض الاقتصادي للشركة من خلال دراسة العلاقة بين قيمه الشركة والتغيرات في أسعار الصرف من خلال سلسلة زمنية من البيانات.

وفيما يتعلق بمفهوم التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية وأنواعه، فقد استهدفت دراسة (Thirunavuk (2006) التوسع في فهم التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية في الأسواق الناشئة. وقد أشارت الدراسة إلى أن مخاطر تعرض

الشركات لتقلبات أسعار الصرف هو عبارة عن حساسية القيمة الحقيقية للأصول أو الالتزامات أو الدخل التشغيلي للشركة للتغيرات غير المتوقعة لأسعار الصرف. وقد ميزت الدراسة بين ثلاثة أنواع من مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف، هي التعرض المحاسبي accounting exposure ، والتعرض الناتج عن المعاملات transaction exposure، والتعرض التشغيلي (الاقتصادي) Operating exposure. حيث يشير التعرض المحاسبي إلى التغيرات في حقوق الملكية نتيجة ترجمة القوائم المالية للشركات التابعة الأجنبية إلى عملة التقارير الموحدة للشركة الأم. بينما يشير التعرض الناتج عن المعاملات إلى التغيرات في قيمة الالتزامات الحالية والتي حدثت قبل تغير أسعار الصرف، ولكن يتعين الوفاء بها بعد تغير أسعار الصرف، فهو يشير إلى التغير في التدفقات النقدية ناتج عن التزامات تعاقدية حالية. وأخيراً يشير التعرض التشغيلي أو الاقتصادي والمعروف أيضاً بالتعرض التنافسي أو الاستراتيجي إلى التغيرات غير المتوقعة في التدفقات النقدية المستقبلية. والفرق بين التعرض الناتج في المعاملات والتعرض الاقتصادي هو ان التعرض الناتج عن المعاملات يتعلق بتدفقات نقدية مستقبلية متعاقد عليها بالفعل، في حين يركز التعرض التشغيلي على تدفقات نقدية مستقبلية لم يتم التعاقد عليها بعد والتي قد تتغير لأن تقلبات أسعار الصرف قد تؤثر على القدرة التنافسية للشركة. ومن الناحية العملية أشارت الدراسة إلى قياس التعرض الاقتصادي أو التشغيلي من خلال حساسية قيمة الشركة للتقلبات في أسعار الصرف.

من ناحية أخرى، فقد استهدفت دراسة (Dominguez and Tesar (2006) بحث العلاقة بين الخصائص التشغيلية للشركات ومدى تعرضها لمخاطر التقلبات في أسعار الصرف، واختبار العلاقة بين تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية وقيمة الشركة، وذلك بالتطبيق على عينة من ٢٣٨٧ شركة في ثمانية أسواق صناعية غير أمريكية تشمل تشيلي وفرنسا وألمانيا وإيطاليا واليابان وهولندا وتايلاند والمملكة المتحدة خلال الفترة (١٩٨٠-١٩٩٩). وقد توصلت الدراسة إلى أن تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية تؤثر على قيمة الشركة، على الرغم من مقدار واتجاه التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات

الأجنبية يعتمد على سعر الصرف المحدد ويتغير بمرور الوقت، مما يشير إلى أن الشركات تعدل سلوكها ديناميكياً استجابة لمخاطر تقلبات أسعار الصرف.

وقد أوضحت نتائج الدراسة أن من أهم محددات التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف حجم الشركة، ومعاملات الشركة الأجنبية وحجم أصولها الأجنبية ونسبة صادراتها وقد أتضح من نتائج الدراسة زيادة مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف في الشركات الصغيرة مقارنة بالشركات الكبيرة. كما أتضح من النتائج زيادة مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف في الشركات التي لديها معاملات بعملة أجنبية وتمتلك أصول أو استثمارات أجنبية وكذلك في الشركات التي تقوم بالتصدير. فقد أتضح من نتائج الدراسة إلى ارتباط تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار الصرف ببعض خصائص الشركات مثل حجم الشركة والمبيعات الخارجية والأصول الأجنبية والقدرة التنافسية على مستوى الصناعة. فبالنسبة لحجم الشركة وانتمائها الصناعي، لم تجد الدراسة دليلاً على أن التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف يتركز في قطاع معين، ولكن توصلت الدراسة إلى أن الشركات صغيرة الحجم أكثر عرضة لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، وذلك قد يرجع إلى أن الشركات كبيرة الحجم يكون لديها وصول أكبر إلى آليات التحوط مقارنة بالشركات صغيرة الحجم.

كما توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تشارك في الأنشطة الدولية من المرجح أن تتأثر بشكل مباشر بالتغيرات في أسعار الصرف سواء الشركات متعددة الجنسيات والشركات التي لديها مبيعات بعملة أجنبية، والشركات التي تمتلك أصولاً أجنبية، حيث من المرجح أن تستفيد من انخفاض قيمة عملتها المحلية، فقد تستفيد الشركات المصدرة من انخفاض قيمة العملة المحلية إذا أصبحت منتجاتها في وقت لاحق في متناول المستهلكين الأجانب، بينما الشركات التي تعتمد على المنتجات الوسيطة المستوردة قد تنقلص أرباحها نتيجة لزيادة تكاليف الإنتاج بسبب انخفاض قيمة العملة، وبالتالي فإن هناك علاقة بين التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف سواء علاقة إيجابية أو سلبية ومشاركة الشركة في الأسواق الدولية. وحتى الشركات التي لا تقوم بأعمال دولية مباشرة، يمكن أن تتأثر بتقلبات

أسعار الصرف من خلال المنافسة مع الشركات الأجنبية، وقدرة الشركات على استيعاب تغييرات أسعار الصرف عن طريق تعديل هامش الربح. وأوضحت نتائج الدراسة أن الشركات تواجه مخاطر تقلبات أسعار الصرف من خلال استخدام المشتقات المالية للتأمين ضد مخاطر أسعار الصرف، أو قد تدير المخاطر من الناحية التشغيلية عن طريق استيراد مدخلات وسيطة من عدد من الموردين، أو عن طريق البيع لسوق استهلاكي متنوع دولياً. وأن التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف قد يتغير بمرور الوقت مما يعنى أن الشركات تعدل سلوكها ديناميكياً استجابة لمخاطر أسعار الصرف، ووفقاً لهذا المنظور فقد يكون التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف أمراً محيراً ومتغيراً مع مرور الوقت، حيث أن الشركات تقوم بتعديل سلوكها استجابة لمخاطر أسعار الصرف.

كما استهدفت دراسة (Bartram and Bodnar (2007 إلى إجراء تحليل منهجي للأدلة التجريبية لظاهرة التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، وهو ما يعرف بلغز التعرض لأسعار الصرف، حيث يُعتقد أن تحركات أسعار الصرف تؤثر على قيمة الشركات، ومن خلال قيام الدراسة بمسح للبحوث حول ظاهرة تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية.

وقد أظهرت النتائج أن لغز التعرض لا يرجع إلى مشكلة في المنهجية التجريبية أو اختيار العينة، ولكنه يرجع إلى استراتيجيات التحوط التشغيلي والمالي على مستوى الشركة، مما يؤثر على تخفيض تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار الصرف. وقد توصلت الدراسة أن إجراءات تقليل التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف سواء أنشطة التحوط المالية والتشغيلية اما من خلال استخدام مشتقات العملات الأجنبية أو غيرها من الأدوات المالية التي تقلل بشكل كبير من تقلبات التدفقات النقدية، وكذلك التحوط التشغيلي من خلال استخدام المرونة في الانتاج أو تنويع مصادر التوريد، وكذلك ممارسات التسعير وقرارات التسويق استجابة لتحركات أسعار الصرف تقلل من التأثير طويل الأجل لتغيرات أو تقلبات

أسعار الصرف على قيمة الشركة، وبالتالي يكون تعرض الشركات أقل بكثير من المتوقع بناء على خصائص الشركة التي يمكن ملاحظتها.

علاوة على ذلك، توصلت الدراسة إلى أن تقييم تأثير مخاطر تقلبات أسعار الصرف هي مسألة معقدة للغاية، حيث يتعين على المشاركين في السوق التمييز بين تأثيرات أسعار الصرف المؤقتة والدائمة، مما يكون لهذه التقديرات تأثيرات مختلفة وغير متماثلة على أسعار الأسهم. هذا بالإضافة إلى ضرورة الأخذ في الاعتبار العلاقة غير الخطية أو غير المتماثلة بين سعر الصرف والتدفقات النقدية، نظراً لأن التدفقات النقدية للشركات هي دالة غير خطية لأسعار الصرف، حيث تتأثر الشركات من الناحية التشغيلية بتحركات أسعار الصرف وتقوم بتعديل هيكلها التشغيلي بشكل فعال للتكيف مع وضع سعر الصرف الجديد عن طريق تغيير موقع الإنتاج و/أو تنويع مصادر توريد المواد الخام والوسيط، وبالتالي سيكون تأثير تغيير سعر الصرف على تدفق الأرباح المستقبلية أقل مما تتوقعه النماذج النظرية، ومن ثم فإن التعرض الحقيقي للشركات من المرجح أن يكون أقل مما تتوقعه نماذج التعرض. وعليه فإن التحوط التشغيلي هو تفسير معقول لإيجاد تعرض أسعار الأسهم بصورة أقل مما قد يكون متوقفاً بناء على درجة النشاط الدولي للشركة. ونظراً لأن هذه التغييرات التشغيلية على مستوى الشركة تستغرق وقت في التنفيذ، فإن ربحية الشركة على المدى القصير تظل معرضة لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، لذلك من المتوقع أن تعمل هذه الشركات على تقليل هذا التعرض من خلال التحوط المالي مثل المشتقات أو الديون بالعملات الأجنبية.

ومن ناحية أخرى، استهدفت دراسة (Li et al., 2011) اختبار محددات التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف مثل حجم الشركة ونسبة الصادرات، ونسبة السيولة السريعة، والرفع المالي، وبحث أثار التغيرات غير المتوقعة لأسعار الصرف على قيمة الشركات في ظل وجود الأزمة المالية الآسيوية عام ٢٠٠٤، حيث تم تصنيف عينة الدراسة إلى فترتين فترة ما قبل الأزمة المالية الآسيوية وفترة ما بعدها. وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي لتحركات أسعار الصرف على قيمة الشركة، وذلك بالتطبيق على تايوان كاققتصاد

صغير مفتوح وموجه للتصدير. اما بالنسبة لمحددات التعرض لمخاطر أسعار الصرف فقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات ذات الحجم الأكبر، أو ذات نسبة السيولة السريعة، والشركات ذات نسبة الديون طويلة الأجل الأعلى تميل إلى التعرض بشكل أقل لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، كذلك اظهرت نتائج الدراسة أن الشركات ذات نسبة العالية للصادرات ينخفض تأثير تعرضها لمخاطر تقلبات أسعار الصرف. وقد أوضحت الدراسة أن التعرض لسعر الصرف هو عبارة عن حساسية القيمة السوقية للشركة للتغير في أسعار صرف العملات الأجنبية، ويرجع ذلك إلى التأثير على التدفقات النقدية للشركة، والمبيعات الخارجية، والمنافسة الأجنبية. ووفقا لذلك يمكن أن يؤدي التغيير غير المتوقع في أسعار الصرف إلى تحقيق أما مكاسب أو خسائر، ومن ثم التأثير على قيمة الشركة. وأوضحت الدراسة أن عدد الشركات التي تستخدم المشتقات المالية قد ارتفع بالفعل بعد الأزمة المالية الآسيوية، ومن ثم انخفضت حساسية قيمة الشركة لتحركات أسعار الصرف مقارنة بالفترة قبل الأزمة، وهذا يعنى ضمنا أن الشركات من المحتمل أن تولى اهتماما أكبر لأنشطة التحوط مما يقلل من التعرض لأسعار الصرف.

وبصورة مختلفة استخدمت دراسة Bae et al. (2013) منهجية مختلفة عن الدراسات السابقة، تقوم على قياس التعرض المتوقع لسعر الصرف بشكل منفصل عن التعرض الفعلي لسعر الصرف، حيث يتحدد التعرض المتوقع لسعر الصرف اعتماداً على طبيعة نشاط الشركة، بينما يعكس التعرض الفعلي فعالية أنشطة التحوط التشغيلية والمالية في ادارة مخاطر التعرض لأسعار الصرف. وبالتطبيق على عينة من الشركات الصناعية الكورية المدرجة بالبورصة خلال الفترة (٢٠٠٧-٢٠٠٩)، أظهرت النتائج أن الشركات ذات التعرض الإيجابي المتوقع لسعر الصرف تحقق منافع من خلال معاملات البيع الأجل للعملات الأجنبية والمعاملات مع الشركات التابعة الأجنبية ومن خلال معاملات التمويل (إصدار الديون) بالعملة الأجنبية. بينما يمكن للشركات ذات التعرض السلبي لمخاطر أسعار الصرف أن تقلل من مخاطر التعرض لأسعار الصرف من خلال تمرير أسعار الصرف عند تسعير منتجاتها exchange rate pass through activities. وفي المقابل أظهرت

نتائج الدراسة أن الشركات ذات التعرض الفعلي أو الملحوظ تؤثر أنشطة التحوط التشغيلية والمالية في ادارة تعرضها لأسعار الصرف. وقد اثبتت نتائج الدراسة فشل العديد من الشركات الكورية في استخدام أنشطة التحوط بشكل صحيح ووجود افراط في استخدامها، كما أن استخدام العقود الآجلة للعملة الأجنبية كان عاملاً رئيسياً في تفاقم تعرض الشركات لتلك المخاطر، وقد أوصت الدراسة بضرورة اتباع نهج/ مدخل متوازن لإدارة التعرض لمخاطر أسعار الصرف، مع الأخذ في الاعتبار كل من ظروف سوق منتجات الشركة، واتجاه التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف عند ادارة تلك المخاطر من خلال أنشطة التحوط.

وعلي نحو مشابه، استهدفت دراسة (Uhuru (2014 اختبار محددات تعرض الشركات لمخاطر تقلبات اسعار الصرف وتأثيرها على الاداء المالي والربحية، وبالتطبيق على عينة من شركات صناعة السيارات في كينيا خلال الفترة (٢٠٠٣-٢٠١٢)، توصلت الدراسة أن التقلبات غير المتوقعة لأسعار الصرف للعملة الأجنبية تشكل خطراً حقيقياً على ربحية الشركات، حيث تؤثر تقلبات أسعار الصرف بصورة مباشرة على تكلفة المواد الخام المستوردة، وأسعار السلع الوسيطة، وأسعار البيع للمستهلك. كما توصلت الدراسة أن درجة التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف تختلف بشكل مباشر باختلاف درجة المشاركة الأجنبية للشركات (الشركات متعددة الجنسيات)، وحجم الشركة، والمعاملات الأجنبية للشركة (مبادرات و/أو القروض بعملة أجنبية). وبالإضافة لذلك، أوضحت الدراسة أن مخاطر التعرض لأسعار الصرف تعتمد على الهيكل التنافسي في الصناعة. وأخيراً كشفت الدراسة وجود علاقة سلبية بين التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف والاداء المالي للشركة.

وفي السياق الأوروبي، تناولت دراسة (Tomanva (2014 تأثير تقلبات أسعار الصرف على قيمة الشركة وتحديد محددات تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار الصرف مثل حجم الشركة، والسيولة والمبيعات الأجنبية بالتطبيق على حالة الاقتصاد الانتقالي مثل اقتصاد دولة المجر باستخدام عينة من ٢٠٣٧ شركة كبيرة ومتوسطة وصغيرة الحجم خلال

الفترة (٢٠٠٣-٢٠١٢). وقد توصلت الدراسة إلى أن التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف يتضمن حساسية القيمة السوقية للشركة للتغير في أسعار الصرف، حيث تتأثر القيم السوقية لأسهم الشركات بالتغيرات في أسعار الصرف، وذلك نتيجة لأن الشركات تتعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، مما يؤثر على التدفقات النقدية المستقبلية. كما توصلت الدراسة أن تأثير عدم التأكد في سعر الصرف على قيمة الشركة أي درجة المخاطر التي قد تتعرض لها الشركة نتيجة تقلبات أسعار الصرف يعتمد على مجموعة متنوعة من خصائص الشركة، تتضمن النسبة المئوية للمبيعات الأجنبية، وحجم الشركة، وتركز الصناعة، والأصول الأجنبية، والديون الخارجية، وهي تمثل محددات حساسية عوائد الأسهم لتحركات أسعار صرف العملات الأجنبية. وأشارت نتائج الدراسة إلى دور أنشطة التحوط في تقليل التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف. وبالنسبة لمحددات التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف اتضح من نتائج الدراسة أن المبيعات الأجنبية، وأنشطة التحوط، وحجم الشركة من العوامل الهامة المؤثرة على تعرض الشركات، حيث مستوى المبيعات الأجنبية والأصول الأجنبية ترتبط بشكل سلبي بالتعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، وأن الشركات الصغيرة الحجم أكثر عرضة لتحركات أسعار الصرف، بينما الشركات كبيرة الحجم لديها وصول أسهل إلى استراتيجيات التحوط، مما يؤدي إلى حماية أكثر فعالية لقيمة الشركة مقارنة بالشركات الصغيرة.

أما فيما يتعلق بمفهوم التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف وكيفية قياسه فقد تناولت دراسة (Prasad and Suprabha (2015 مفهوم التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية. حيث عرفت الدراسة التعرض بأنه حالة من عدم التأكد بسبب التحركات غير المتوقعة في أسعار الصرف بين العملات. وميزت الدراسة بين ثلاثة أنواع من مخاطر التعرض لأسعار الصرف وهي التعرض الناتج عن المعاملات، والتعرض الناتج عن الترجمة، والتعرض الاقتصادي. كما عرفت الدراسة التعرض المالي بأنه المخاطر التي تواجه الشركات وتؤثر على قيمتها بصورة مباشرة أو غير مباشرة، وتنشأ هذه المخاطر نتيجة التغيرات غير المتوقعة في أسعار صرف العملات الأجنبية، ومعدلات الفائدة، وأسعار

السلع. ومن ناحية أخرى، ميزت الدراسة بين مصطلح المخاطر risk، ومصطلح التعرض exposure ورغم أنهما يتم استخدامهما بطريقة تبادلية، ولكن هناك فروق بينهما، حيث يشير كلا المصطلحين الي إمكانية او احتمالية تعرض الشركات للخسارة، ولكن تنشأ المخاطر من التعرض، أي أن التعرض يسبق المخاطر وتستطيع الشركات مواجهة التعرض من خلال أساليب ادارة المخاطر أي التحوط ضد هذا التعرض، وبالتالي دور ادارة المخاطر في زيادة قيمة الشركة، وتخفيض تكلفة رأس المال. وفيما يتعلق بمفهوم التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف فهو يعبر عن حساسية القيمة الاقتصادية للشركة أو أسعار الأسهم للتغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية، وتنشأ بسبب معاملات الشركة في التصدير والاستيراد، والاقراض والاقتراض، والفروع الأجنبية للشركات، مما يسبب مخاطر أسعار صرف العملات الأجنبية. وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تقوم بإدارة مخاطر التعرض يكون هناك تأثير إيجابي على قيمة الشركة عندما يتم ادارة هذا التعرض بصورة منتظمة.

من ناحية أخرى، اختبرت دراسة (Schltens and Zaol (2015) احتمالية ومحددات تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار الصرف استناداً إلى عينة من ٥٦٧ شركة أمريكية غير مالية مدرجة في بورصة نيويورك خلال الفترة (١٩٩٥ - ٢٠١٤)، وذلك من خلال دراسة العلاقة بين تحركات أسعار الصرف وعوائد الأسهم. وتوصلت الدراسة إلى أن جميع الشركات معرضة لمخاطر التغير في أسعار صرف العملات الأجنبية بسبب التأثير المباشر أو غير المباشر لتقلبات العملة النسبية على التدفقات النقدية للشركات، وينشأ التعرض المباشر من المخاطر المرتبطة بالتدفقات النقدية القائمة التي يتعين دفعها أو استلامها بالعملات الأجنبية، بينما التعرض غير المباشر يشمل تأثير تقلبات أسعار الصرف على المقدرة التنافسية للشركة بغض النظر عن تدفقاتها النقدية، لأن منافسيها قد يكونون عابرين للحدود وبالتالي يتأثرون بأسعار الصرف. وأن هذا التعرض غير مستقر بمرور الوقت، وأن التقدير الثابت للتعرض يمثل أوجه تصور في منهجيات الدراسات السابقة، ولذلك فإن السماح باختلاف الوقت في التحليل يظهر أن حجم الشركة والرفع المالي لهما تأثير إيجابي

وسلبي على التوالي على مستويات التعرض، في حين أن السيولة ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركة قد ترتب عليها نتائج مختلطة.

وقدمت الدراسة دليلاً على أن مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف تتأثر بالعديد من العوامل على مستوى الشركات والصناعة ومستوى الاقتصاد الكلي، فعلى مستوى الشركة تؤثر خصائص الشركة مثل الحجم والسيولة والرفع المالي وسياسات التحوط وآفاق النمو والعمليات الأجنبية، بينما على مستوى الصناعة قد يختلف التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف وفقاً لنوع الصناعة والمنافسة الصناعية والتي تؤثر على مرونة الطلب السعرية، فالمنافسة داخل الصناعات هي عامل مهم في تحديد مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف. وعلى المستوى الاقتصادي الكلي، الشركات قد تتعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية اعتماداً على ميل الدولة نحو الانفتاح الدولي أو حماية الصناعات المحلية.

وعلى نحو مشابه، تناولت دراسة Karadaglim (2015) التعرض الاقتصادي لتقلبات أسعار الصرف وتأثيرها على الشركات في الأسواق الناشئة من خلال التركيز على التعرض الاقتصادي للشركات المدرجة خلال الفترة (٢٠٠١ - ٢٠١٢). وأشارت نتائج الدراسة إلى أن انخفاض قيمة الليرة التركية مقابل اليورو والدولار الأمريكي يؤدي إلى تدهور كبير في قيمة الشركات، وذلك لأن تقلبات أسعار الصرف تؤدي إلى مشاكل للشركات من خلال تأثيرها على قيمة الأصول والالتزامات وكذلك القدرة التنافسية للشركات، مما يخلق مخاطر كبيرة للشركات. وتقترن هذه المشاكل المرتبطة بتقلبات أسعار الصرف بتحرير التجارة والاستثمار الأجنبي بالإضافة إلى تكامل الأسواق المالية. وتؤكد الدراسة إلى أن الشركات التي تشارك في الأنشطة الدولية من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر والتجارة الدولية تتعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، إلا أن الشركات التي ليس لها نشاط دولي سوف تتأثر بالتغيرات في أسعار الصرف من خلال تأثيرها على القدرة التنافسية للشركات في الأسواق المحلية. وتعرف الدراسة التعرض لأسعار للصرف بأنه حساسية للتغيرات في القيمة الحقيقية للعملة المحلية على الأصول والالتزامات والدخل التشغيلي

للتغيرات غير المتوقعة في أسعار الصرف. وقد ميزت الدراسة بين ثلاثة أنواع من التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف هي التعرض الناتج من المعاملات، والتعرض الاقتصادي أو التشغيلي، والتعرض الناتج عن الترجمة أو التعرض المحاسبي، حيث يرتبط التعرض الناتج عن المعاملات بحسابية قيم العملات المحلية للتدفقات النقدية التعاقدية للشركة بالعملات الأجنبية نتيجة التغيرات غير المتوقعة في أسعار الصرف، وبالتالي يتعامل مع التغيرات في التدفقات النقدية الناتجة عن الالتزامات التعاقدية الحالية. بينما ينشأ التعرض الناتج عن الترجمة نتيجة لعملية ترجمة البنود بالعملات الأجنبية في القوائم المالية بعملة الشركة الأم. وأخيراً يشير التعرض الاقتصادي إلى مدى تأثير قيمة الشركة بالتغيرات غير المتوقعة في أسعار الصرف، حيث يعتمد التغيير في القيمة على تأثير تغير سعر الصرف على حجم المبيعات المستقبلية، حيث تتأثر إيرادات وتكاليف الشركات بتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية حتى ولو كانت شركات محلية بحتة وجميع تدفقاتها النقدية مقومة بالعملة المحلية، وتشير الدراسة إلى أن التعرض الاقتصادي هو التأثير العام لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على ثروة المساهمين أو القيمة السوقية للأسهم المتداولة للشركة، وبالتالي التعرض الاقتصادي هو المدى الذي تتغير خلاله قيمة الشركة مقاسة بالقيمة الحالية لتدفقاتها النقدية المتوقعة عندما تتغير أسعار صرف العملات الأجنبية.

من ناحية أخرى، استهدفت دراسة (Shokry 2017) اختبار تأثير تقلبات أسعار الصرف على النشاط الاقتصادي القطاعي والصناعي في دولة نامية وهي مصر خلال الفترة (١٩٩٢-٢٠١٤). وقد أشارت نتائج الدراسة أن استجابة القطاعات والصناعات غير متجانسة، وذلك لأنها تختلف من حيث الخصائص الاقتصادية مثل درجة الانفتاح التجاري، ومرونة الطلب السعرية والمالية، وهيكل وكثافة رأس المال. بالإضافة لذلك تؤكد الدراسة على اختلاف تأثير القطاع العام بتغييرات أسعار الصرف مقارنة بالقطاع الخاص، وأن التعامل مع سعر الصرف يعد من أهم القضايا بالنسبة لوضعي السياسات خاصة في البلدان النامية وذلك لدوره في الحفاظ على التوظيف الداخلي واستقرار الأسعار والتوازن الداخلي والحفاظ على الاقتصاد، حيث يؤثر سعر الصرف على الاقتصاد من خلال جانب الطلب،

وجانب العرض، والاستثمار الأجنبي. هذا بالإضافة إلى التأثير غير المتجانس لتقلبات أسعار الصرف على القطاعات لأنها تختلف في العديد من الجوانب مثل حصة التصدير والاستيراد وتمايز الانتاج والمرونة السعرية للعرض والطلب والتعرض لصدمات أسعار الصرف، ويختلف توقيت التأثير من قطاع لآخر، حيث تتأثر بعض القطاعات على الفور بينما يواجه البعض تأثيراً متأخراً، فالشركات التي تنتمي إلى القطاعات ذات حصة الواردات الأعلى من المدخلات ودرجة أعلى من تمايز المنتجات وعوامل خفض المنافسة، سوف تواجه استجابة أقل لتغيرات أسعار الصرف. وعلى النقيض من ذلك، الشركات التي تنتمي إلى صناعات أو قطاعات ذات حصة صادرات مرتفعة، تزداد حصة السلع المنافسة المستوردة، وكلما زادت مرونة الطلب السعرية يزداد مقدار استجابة القطاع لتقلبات أسعار الصرف.

وقد تناولت دراسة (Simakova (2017) محددات التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية وتقييم تأثير تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على قيمة الشركة، وذلك بالتطبيق على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية في دول Visegrád Group وهي التشيك والمجر وبولندا وسلوفاكيا، وذلك خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠١٦). وقد توصلت الدراسة إلى أن دخول الشركات في المعاملات الأجنبية من خلال التجارة الدولية هي المصدر الأساسي لتعرضها لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، ومع ذلك يمكن للشركات تقليل هذه المخاطر من خلال تبني استراتيجيات تحوط مختلفة، وبالإضافة لذلك تتعرض الشركات المحلية التي تعمل بالعملة المحلية فقط لهذا النوع من المخاطر من خلال التأثير غير المباشر للمنافسة في السوق، وظروف الاقتصاد الكلي المحلي مثل الطلب الكلي والعمالة والانتاج بغض النظر عن تعرضها المالي المباشر. ومن ناحية أخرى تناولت الدراسة محددات التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، وميزت بين خصائص الشركة، وخصائص الصناعة وخصائص الاقتصاد الكلي. حيث تؤثر خصائص الشركة ولأسيما الأنشطة الاقتصادية الأجنبية وأنشطة التحوط، وحجم الشركة، والرفع المالي، والسيولة، وفرص النمو على تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، كما أشارت الدراسة إلى اختلاف تعرض الشركات لمخاطر

تقلبات أسعار الصرف عبر الصناعات المختلفة، وذلك نتيجة القدرة التنافسية للصناعة والتي تحدد مرونة الطلب السعرية ودرجة قابلية استبدال السلع، وأخيراً خصائص الاقتصاد الكلي. وفي السياق الافريقي، فقد استهدفت دراسة William (٢٠١٨) بحث تأثير التقلبات غير المتوقعة في أسعار الصرف على أداء الشركات وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات في نيجيريا خلال الفترة (٢٠١٢-٢٠١٦). وقد أوضحت الدراسة أنه ينظر لسعر الصرف بصفة عامة على أنه يعكس قيمة الاقتصاد من منظور اقتصاد آخر، فسر الصرف للعملة الأجنبية هو وسيلة للدفع وبالنسبة للمعاملات الأجنبية، وكلما انخفض سعر الصرف انخفضت قيمة السلع والخدمات (بالقيمة الحقيقية) المنتجة في دولة معينة مقابل شركائها التجاريين. وقد اتضح من نتائج الدراسة أنه كلما انخفض سعر الصرف في غياب مصادر محلية للمدخلات وعدم كفاية البنية التحتية كلما ارتفعت تكلفة الإنتاج مما يجعل السلع المحلية أقل قدرة على منافسة السلع المستوردة. كما أن الاعتماد على السلع الرأسمالية المستوردة يعني أن انخفاض سعر الصرف قد يؤدي لارتفاع تكلفة الاستثمار ورأس المال. وقد توصلت نتائج الدراسة إلى التأثير الهام لتقلبات اسعار الصرف الأجنبي على الشركات وضرورة التحوط ضد مخاطر تلك التقلبات، وضرورة قيام الشركات بإجراء تحليل دقيق لتأثير تقلبات أسعار الصرف على عملياتها قبل اتخاذ أي قرار بشأن كيفية التعامل مع هذه التقلبات، كما يجب على الشركات تقييم مخاطر تقلبات اسعار الصرف على المستوى الدولي لأن تلك المخاطر على المستوى قد تنعكس سلبيًا على أداء الشركات. وأخيراً أتضح من نتائج الدراسة وجود علاقة سلبية بين تقلبات أسعار الصرف الأجنبي ومعدل العائد على الاستثمار على الرغم من قيام الحكومة في نيجيريا بتخفيض قيمة العملة من أجل تشجيع الصادرات وتحقيق الاستقرار في أسواق الصرف إلا أنها فشلت في تحقيق ذلك حيث تعرض القطاع الصناعي في نيجيريا إلى مزيداً من التقلبات في اسعار الصرف وهو ما انعكس سلبيًا على أداء الشركات في نيجيريا.

وفي نفس السياق، استهدفت دراسة Okika et al.(2018) بحث محددات تقلب اسعار الصرف على المستوى الكلي للدولة وأثر تلك التقلبات على ربحية الشركات وذلك بالتطبيق

على عينة من الشركات في نيجيريا خلال الفترة (٢٠٠٨-٢٠١٧). وقد أوضحت الدراسة وجود عدة محددات لأسعار الصرف على مستوى الاقتصاد الكلي لعل من أهمها معدل التضخم، وأسعار الفائدة، وعجز الميزان التجاري، والدين العام، وشروط التبادل التجاري، والاستقرار السياسي والاداء الاقتصادي للدولة. فقد أوضحت نتائج الدراسة ارتفاع قيمة العملة في الدول ذات معدل التضخم المنخفض. كما توصلت الدراسة إلى ان ارتفاع اسعار الفائدة تجذب رأس المال الأجنبي وتؤدي لارتفاع سعر الصرف إلا أن هذا قد لا يحدث إذا كان معدل التضخم مرتفعاً بشكل كبير. كما أشارت نتائج الدراسة إلى ان عجز الميزان التجاري يؤدي لزيادة الطلب على العملات الأجنبية مما يؤدي لخفض سعر الصرف في الدولة. وبالنسبة للدين العام، فقد أتضح من نتائج الدراسة أن الدول التي لديها ديون كبيرة تكون أقل جاذبية للمستثمرين، كما أن زيادة حجم الدين العام يكون مصدر قلق للمستثمرين الأجانب خوفاً من تخلف الدولة عن سداد التزاماتها وبالتالي سيكونون أقل استعداداً لشراء أدوات دين وأوراق مالية مقومة بعملة محلية إذا كانت مخاطر التخلف عن السداد كبيرة مما ينعكس سلباً على سعر الصرف للعملات الأجنبية وتلجأ الدولة لتخفيض قيمة عملتها المحلية. وعلى نحو مشابه أوضحت نتائج الدراسة أن الدول التي تعاني من مخاطر سياسية واقتصادية كبيرة تتخفف قيمة عملتها المحلية نتيجة فقد الثقة في العملة وحركة رأس المال إلى الدول الأكثر استقراراً. وأخيراً توصلت الدراسة إلى أن سعر الصرف يؤثر إيجاباً وبصورة غير معنوية على معدل العائد على رأس المال ومعدل العائد على الأصول.

واتساقاً مع الدراسات التي تمت في إطار السياق الأفريقي، فقد استهدفت دراسة Waitthera (2018) وضع إطار نظري لمخاطر أسعار صرف العملات الأجنبية وبحث أهم المحددات التي قد تؤثر على تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية وكيفية التحوط ضد تلك المخاطر. وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات في كينيا خلال الفترة (٢٠١٤-٢٠١٧). وقد أتضح من نتائج الدراسة أن الشركات تتعرض لعدة انواع من مخاطر الصرف الأجنبي وهي التعرض الاقتصادي والتعرض للمعاملات والتعرض المحاسبي. ويقصد بالتعرض الاقتصادي تأثير التقلبات غير المتوقعة في أسعار

العملات على التدفقات النقدية والاستثمارات والارباح المستقبلية وعادة ما يكون هذا التعرض طويل الأجل ويسبب تأثير جوهريا على قيمة الشركة، ويعرف التعرض الاقتصادي أيضا باسم التعرض التشغيلي. بينما التعرض للمعاملات هو الخطر الذي تواجهه الشركات نتيجة معاملات أجنبية تكون الشركة قامت بها بالفعل ونتج عنها التزامات مالية فعلا ومن ثم تنشأ المخاطر نتيجة تغير أسعار الصرف مستقبلا. بينما التعرض المحاسبي أو ما يسمى التعرض للترجمة هو خطر تعرض أصول أو التزامات أو دخل الشركة لتقلب أسعار صرف العملات الأجنبية عندما يكون جزء من أصول والتزامات ودخل الشركة مقوماً بعملة أجنبية.

وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أنه يمكن تقسيم مخاطر تقلبات أسعار الصرف الأجنبي إلى نوعين المخاطر المحاسبية والمخاطر الاقتصادية. حيث تشير المخاطر المحاسبية المرتبطة بتقلبات أسعار الصرف الأجنبي إلى تأثير تقلبات أسعار الصرف الأجنبي على صافي قيمة الأصول النقدية وتأثير تلك التقلبات على قيمة الأصول الحقيقية للشركات. فالأصول النقدية الأجنبية معرضة بالكامل لمخاطر تقلبات أسعار الصرف في حين لا تواجه الأصول النقدية المحلية مثل هذه المخاطر ويعرف ذلك بمخاطر الترجمة، إلا أن الأصول الحقيقية للشركات سوف تتأثر بتقلبات أسعار الصرف أيا كان موقعها، وينطبق ذلك على الشركات المحلية فقد تتأثر بتقلبات أسعار الصرف من خلال المنافسة مع الواردات وتكلفة المدخلات والطلب على منتجاتها. أما بالنسبة للمخاطر الاقتصادية لتقلبات أسعار الصرف فتتمثل في تأثير التقلبات غير المتوقعة في أسعار الصرف على التدفقات النقدية المستقبلية للشركة وصافي أصولها، ويتم قياس المخاطر الاقتصادية لتقلبات أسعار الصرف من خلال معامل انحدار قيمة الشركة الحقيقية كمتغير تابع على التغيرات في أسعار الصرف باعتبارها متغير مستقل. وبالنسبة لتأثير مخاطر تقلبات أسعار الصرف على اداء الشركات، فقد أوضحت نتائج الدراسة تأثير مخاطر تقلبات أسعار الصرف على الاداء المالي للشركة حيث قد تؤثر سلبا على هامش الربح وقيمة صافي أصول الشركات، وأنه المهام الاساسية للمدير المالي للشركة ادارة مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف من أجل تعظيم ربحية الشركة وتدفقاتها النقدية وقيمتها.

ووفقاً لنتائج هذه الدراسة فإن المخاطر الاقتصادية (التشغيلية) لتقلبات أسعار الصرف أكثر أهمية من مخاطر المعاملات ومخاطر الترجمة بالنسبة للمركز المالي للشركة لأنها تعتمد على تقييم تأثير التقلبات في أسعار الصرف على معاملات لم تدخل فيها الشركة بعد لذلك لا بد من الإدارة الفعالة لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، حيث يجب أن تهدف إدارة التعرض للخطر الاقتصادي لتقلبات أسعار الصرف إلى الحد من الآثار السلبية للتغيرات غير المتوقعة في أسعار الصرف على صافي التدفقات النقدية للشركة. وقد أوضحت نتائج الدراسة إلى أن نسبة الصادرات وحجم الشركة تعتبر من أهم محددات تعرض الشركة لتقلبات أسعار الصرف، حيث اتضح من نتائج الدراسة أنه كلما زادت نسبة الصادرات وحجم الشركة كلما قل تعرض الشركة لمخاطر تقلبات أسعار الصرف.

كما أشارت النتائج إلى أن عمر الشركة ليس عاملاً محددًا لتعرضها لمخاطر تقلبات أسعار الصرف. وقد اتضح من نتائج الدراسة أن الشركات المتعددة الجنسيات أكثر تعرضاً لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، كما أن الشركات المحلية التي لا تقوم بأي عمليات أجنبية تتعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف من خلال المنافسة مع شركات متعددة الجنسيات ومنافسين أجانب.

وأخيراً أشارت الدراسة إلى ضرورة إدارة مخاطر تقلبات أسعار الصرف باستخدام أحد استراتيجيات التحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف والتي من أهمها المقاصة بين المدفوعات Payments Netting والمدفوعات المسبقة واستراتيجيات التكبير والتأخير Leading and lagging والتحوط باستخدام المشتقات والعقود الآجلة والمستقبلية وخيارات شراء أو بيع العملة ومقايضة العملات Currency Swaps وأخيراً التتويج.

وفي سياق الدول الناشئة، فقد استهدفت دراسة Kuchin et al. (2019) اختبار تأثير مخاطر التعرض لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على قيمة الشركات وبحث محددات تعرض لشركات لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، وذلك بالتطبيق على البلدان الناشئة وبصفة خاصة أسواق رأس المال في البريكس وهي البرازيل وروسيا والهند وجنوب أفريقيا، وتحديد ما إذا كانت مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف في الدول الناشئة عاملاً مهماً

يؤثر على تكلفة رأس المال للشركات، وذلك خلال الفترة (٢٠١٦-٢٠٠٩). وقد توصلت الدراسة إلى أن التغييرات في أسعار الصرف تؤثر على التدفقات النقدية للشركات وتعرضها للمخاطر وبالتالي تؤثر على قيمة الشركة، وكذلك على تكلفة رأس المال من خلال زيادة العائد المطلوب على حقوق الملكية لتعويض علاوة مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف. وأشارت النتائج أنه بالنسبة للشركات في روسيا تدفع الشركات التي تفصح عن خسائر كبيرة عن المعاملات بالعملة الأجنبية علاوة مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف، بينما في البرازيل والهند وجنوب أفريقيا تدفع الشركات ذات المكاسب الايجابية أو السلبية في العملات الأجنبية عائدًا مطلوب على حقوق الملكية أقل من الشركات التي تحقق مكاسب تقريبية صفر.

ومن ناحية أخرى، تناولت الدراسة محددات تعرض لشركات لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، ومنها مستوى النشاط الخارجي أو الدولي للشركة سواء من خلال التصدير أو استيراد مواد الإنتاج والاستثمار الأجنبي، وأوضحت النتائج أن درجة التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف تختلف بالنسبة للمصدرين والمستوردين والشركات الدولية. كما وجدت الدراسة أن حجم الشركة يؤثر على تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار الصرف. ويعتمد تأثير حجم الشركة على التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف على السوق الذي تعمل فيه الشركة، فالشركات كبيرة الحجم في الأسواق الناشئة لديها تعرض أكبر بسبب علاقتها العالمية، بينما في الأسواق المتقدمة تكون الشركات صغيرة الحجم أكثر تعرضاً لمخاطر تقلبات أسعار الصرف نظراً لأن لديها فرص أقل للتحوط.

وأخيراً توصلت الدراسة إلى أن مخاطر تقلبات أسعار الصرف يتم تسعيرها بالفعل وتؤثر بشكل كبير على تكلفة رأس المال، حيث يطالب المستثمرون بعائد أعلى متوقع على حقوق الملكية من الشركات التي تفصح عن مكاسب سلبية كبيرة في العملات الأجنبية، حيث يؤدي ارتفاع عدم التأكد إلى ارتفاع العوائد المتوقعة والمطالبة بعلاوة مخاطر أسعار الصرف.

كما تناولت دراسة (Min and Yang (2019) تأثير التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف على ديون الشركات المقومة بالعملات الأجنبية، باستخدام عينة من ٦٨٣ شركة كورية مسجلة في مؤشر كوسبي خلال الفترة (١٩٨٦-٢٠١٠). وقد توصلت الدراسة إلى أنه قبل الأزمة المالية الآسيوية، كان لدى الشركات الكورية الجنوبية استجابات مماثلة

للتعرض لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية من ناحية شراء ديون مقومة بالعملات الأجنبية، ولكن منذ الأزمة المالية العالمية تغيرت آليات استجابة الشركات لمواجهة مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف من خلال تخفيض الديون المقومة بالعملات الأجنبية حيث زاد تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، مما له متضمنات هامة على استراتيجيات ادارة مخاطر تقلبات أسعار الصرف للشركات، حيث هناك تحول في استراتيجيات ادارة مخاطر أسعار صرف العملات الأجنبية للشركات الكورية، مع زيادة عدم التأكد الخاص بتقلبات أسعار الصرف الأجنبي.

وقد عرفت الدراسة التعرض لمخاطر العملات الأجنبية بأنه درجة المخاطر التي تواجهها الشركات بسبب أسعار الصرف الأجنبية. وتتأثر قيمة الشركة بسبب تقلبات أسعار الصرف نتيجة عاملين الأول هو درجة عدم التأكد والثاني هو درجة التعرض للعملات الأجنبية، وان حساسية قيمة الشركة فيما يتعلق باستجابتها للتغيرات في سعر الصرف تتأثر بعدم التأكد حول أسعار الصرف وكذلك تعرض الشركة لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، وكذلك آلية أو استراتيجية الشركة للتعامل مع عدم التأكد، وعلى الرغم من أن التغيرات في أسعار الصرف تواجه جميع الشركات في السوق، إلا أن مستوى تعرض الشركات لتقلبات العملات الأجنبية غير متماثل، وذلك بسبب اختلاف استجابة الشركات لعدم استقرار أسعار الصرف وعدم التأكد في الظروف التي يكون فيها التأثير المباشر لأسعار الصرف، وهذا يشير إلى ممارسات التحوط التي تتبناها الشركات، وآليات مواجهة الشركات لهذا التعرض.

وتوصلت الدراسة إلى أن الديون المقومة بالعملات الأجنبية يمكن أن تكون بمثابة أدوات للتخفيف من التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، فالشركات أكثر حساسية تجاه عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية نتيجة التعرض لتقلبات أسعار الصرف بدلاً من المكاسب المحتملة من الاحتفاظ بالعملات الأجنبية، وبالتالي فإن الديون المقومة بالعملات الأجنبية يمكن أن تستخدم كأداة للتحوط، وأن تكاليف الاحتفاظ بالديون المقومة بالعملات الأجنبية قد تفوق المكاسب المحتملة عندما تكون الشركات غير قادرة على التنبؤ بتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية. ولذلك تؤكد الدراسة على ادارة المؤشرات المالية الحساسة من خلال التركيز على تقلبات أسعار الصرف خلال العام بدلاً من النظر إلى التغيرات السنوية في أسعار الصرف.

وفي نفس السياق، تناولت دراسة Shim et al. (2020) الدراسة تأثير تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على الرفع المالي للشركات بالتطبيق على عشر اقتصاديات ناشئة في آسيا خلال الفترة (٢٠٠٢ إلى ٢٠١٥). وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي لديها ديون بالعملة الأجنبية عندما ترفع قيمة العملة المحلية تنخفض قيمه ديونها بالعملة الأجنبية، وعندئذ يمكن لهذه الشركات الاقتراض نتيجة لذلك وزيادة الرفع المالي حيث يسمح هذا للشركات باقتراض المزيد، مما يؤدي إلى التوسع في الائتمان وازدهار الاستثمار في الاقتصاد. وعلى النقيض من ذلك عندما تنخفض قيمه العملة المحلية يحدث العكس حيث يتعين على الشركات التخلص من الرفع المالي، وبالتالي تزيد (تقل) نسبة الرفع المالي نسبيا بعد ارتفاع (انخفاض) قيمة العملة المحلية. وتشير الدراسة أنه في ظل اقتصاديات الأسواق الناشئة يترتب على تقلبات أسعار الصرف آثار سلبية على النشاط الاقتصادي من خلال عدة قنوات، وإحدى هذه القنوات من خلال تأثير تقلبات أسعار الصرف على الديون بالعملات الأجنبية.

كما استهدفت دراسة Setiawanta et al.(2020) بحث العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي للشركة وقيمة الشركة السوقية من وجهة نظر المستثمرين وتأثير تقلبات اسعار الصرف على هذه العلاقة. وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٥٠ شركة أندونيسية مقيدة بالبورصة خلال الفترة (٢٠١٧-٢٠٢٠) حيث بلغ حجم العينة ٥٣٩ مشاهدة (شركة/سنة). وقد أتضح من نتائج الدراسة أنه كلما زادت نسبة الرفع المالي (المديونية) كلما انخفضت القيمة السوقية للشركة حيث يزداد شعور المستثمرين بالخطر عندما تزيد نسبة الالتزامات في الهيكل المالي للشركة بسبب زيادة شكوكهم في مقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها والتعرض الإيجابي لمخاطر تغير أسعار الصرف سيؤدي لزيادة قيمة الشركة مما يخفف من الأثر السلبي لزيادة نسبة المديونية، ومن ثم فتقلبات أسعار الصرف الايجابية قد تحد من الاثار السلبية لزيادة نسبة المديونية على قيمة الشركة. وبالنسبة لتأثير الربحية على قيمة الشركة وتأثير التقلبات في أسعار الصرف على هذه العلاقة، فقد اشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين الربحية والقيمة السوقية للشركة، ولكن في ظل تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية، قد يتسبب ذلك في التأثير سلبا على المستثمرين نظراً لشعورهم بالقلق في ظل التقلبات غير المتوقعة لأسعار الصرف وقد توصلت الدراسة

لعدم وجود تأثير معنوي لتقلبات أسعار الصرف على العلاقة بين ربحية الشركة وقيمة الشركة السوقية.

وقد تناولت دراسة (Molele and Petersen (2020) فحص مستوى التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية للشركات غير المالية المدرجة في بورصة جوهانسبرج بجنوب أفريقيا خلال الفترة (٢٠٠٢-٢٠١٥). وقد أشارت الدراسة أنه في ظل تزايد التكامل على مستوى الاقتصاد العالمي، يشكل تقلبات أسعار الصرف خطراً على كل من الشركات متعددة الجنسيات والشركات المحلية، بما سمي "الغز التعرض لأسعار الصرف"، وذلك بعد انهيار نظام "بريتون وودز" وأن هناك اختلاف بين البلدان المتقدمة والنامية من حيث التعرض للتقلبات طويلة المدى لأسعار الصرف، وأن مستوى تعقيد الاقتصاد يفسر أيضاً الاختلافات في التعرض بين البلدان، حيث يكون تقلب أسعار الصرف أعلى في البلدان التي يرتفع فيها معدلات التضخم وعجز مالي أعلى، بينما تنخفض في البلدان التي تشهد نمواً أسرع للنتائج المحلى الإجمالي الحقيقي واقتصاديات أكثر انفتاحاً، وهذا يتضمن أنه على الرغم من أن العوامل الخارجية تؤثر على تقلبات أسعار الصرف إلا أن نسبة الأكبر من الاختلافات في تقلبات أسعار الصرف ترجع إلى عوامل محلية. وباستخدام نموذج تسعير لأصول الرأسمالية (CAPM) ونموذج نظرية تسعير المراجعة (APT) قامت الدراسة بتقدير تأثير تغييرات أسعار الصرف على قيمة الشركات من الناحية الكمية. وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات ذات الربحية العالية تجتذب علاوة كبيرة تتجاوز علاوة المخاطر المنسوبة إلى عوامل مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية.

وفي السياق الآسيوي، فقد استهدفت دراسة (Agnihatri and Arora (2021) استكشاف محددات التعرض لتقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية على مستوى الشركات وذلك بالتطبيق عينة مكونة من ٢٦٠ شركة هندية خلال الفترة (٢٠٠٤-٢٠١٩). وقد أوضحت نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية معنوية بين حجم الشركات ومخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف وهو ما يتفق مع نظرية التحوط، التي تفترض أن الشركات الكبرى لديها المزيد من الموارد مما يحد من المخاطر في حالة المعاملات الأجنبية وتقليل مخاطر

التقلبات في أسعار الصرف. كما أتضح من نتائج الدراسة أن الشركات ذات المشاركة الأجنبية أكثر عرضة لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، كما توصلت الدراسة إلى أن المبيعات الأجنبية (الصادرات) ترتبط إيجاباً مع التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف الأجنبية. كما أتضح من نتائج الدراسة أن الشركات التي ترتفع لديها نسبة السيولة والتي لديها أصول يسهل تحويلها إلى نقدية تقل بالنسبة لتلك الشركات مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف. وأخيراً توصلت الدراسة إلى أن معدل دوران الأصول ونسبة القيمة الدفترية إلى السوقية لها علاقة إيجابية مع التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف.

وفي السياق ذاته، فقد اختبرت دراسة (Qing et al. (2021) محددات تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية باستخدام بيانات الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الصينية خلال الفترة (٢٠٠٥-٢٠١٨). وقد عرفت الدراسة التعرض لمخاطر أسعار الصرف بأنه مدى استجابة قيمة الشركة لتقلبات سعر الصرف الأجنبي، حيث ينعكس ذلك على عائد أسهم الشركة استجابة لتغيرات سعر الصرف الأجنبي. وقد فسرت الدراسة تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار الصرف من خلال تكاليف التحوط، حيث تميل الشركات الصغيرة، والشركات ذات نسبة الرفع المالي المرتفعة، والشركات ذات فرص النمو الأكبر إلى أن تكون محدودة في أنشطة التحوط، وبالتالي تتعرض بشكل أكبر لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، بينما على العكس الشركات كبيرة الحجم، والشركات ذات نسبة الرفع المالي الأقل إلى أن تكون أقل تعرضاً لمخاطر تقلبات أسعار الصرف. بالإضافة لذلك توصلت الدراسة إلى تأثير تقلبات أسعار الصرف على قيمة الشركة من خلال التأثير على التدفقات النقدية، وأن الشركات التي لديها تكاليف مرتفعة للتحوط تكون أكثر عرضة لتقلبات أسعار الصرف، حيث قد تمنع التكاليف المرتفعة للتحوط الشركات من إدارة مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية بشكل فعال.

وقد تناولت دراسة (Saidi et al. (2021) اختبار العلاقة بين تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية وأسعار أسهم الشركات باستخدام عينة من الشركات الأندونيسية خلال الفترة (٢٠٠٦-٢٠١٦). وقد أظهرت النتائج اختلاف تأثير تقلبات أسعار الصرف على

أسعار الأسهم على المدى الزمني القصير والطويل. فقد أظهرت النتائج أنه في ظل الشركات المصدرة يقلل ارتفاع قيمة العملة من القدرة التنافسية للصادرات، مما يؤثر سلباً على أسعار الأسهم، وعلى العكس من ذلك، في حالة الشركات المستوردة يؤدي ارتفاع قيمة العملة إلى خفض تكاليف الاستيراد، مما يؤثر إيجاباً على أسعار الأسهم، وبالتالي تؤثر تغيرات أسعار الصرف على أرباح الشركة من خلال أنشطة التصدير والاستيراد، مما يؤثر على أسعار الأسهم، وذلك نظراً لأن المستثمرين يأخذون في الاعتبار تقلبات أسعار الصرف عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. وبالإضافة لذلك وجدت الدراسة أن تقلبات أسعار الصرف لها تأثير غير متماثل على أسعار الأسهم على المدى الزمني القصير والطويل.

وبالتطبيق على إحدى الدول المتقدمة، فقد تناولت دراسة (Belghitar et al., 2021) تأثير تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على أداء الشركات البريطانية خلال الفترة (١٩٩٨ - ٢٠١٤)، وذلك مع التمييز بين الشركات الصغيرة ومتوسطة الحجم، مع تحليل الاختلافات في تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار الصرف بين الشركات الموجهة للتصدير والشركات الموجهة نحو السوق المحلي. ووجدت الدراسة أن الشركات الصغيرة ومتوسطة الحجم معرضة بشكل أكبر لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، وذلك نظراً لحجمها وهيكل ملكيتها والوصول المحدود للموارد البشرية والمالية، ومع زيادة حالة عدم التأكد والضغط التنافسية التي تنقلها التقلبات في أسعار صرف العملات الأجنبية، مما يجعل الشركات صغيرة ومتوسطة الحجم تتعرض بشكل خاص لعيوب السوق مثل عدم تماثل المعلومات فضلاً عن القيود التشغيلية والتمويلية. كما وجدت الدراسة أن حجم ومقدار التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف تختلف من صناعة لأخرى، ومن عملة أجنبية لأخرى، إلا أنها تتركز في الدولار، كما تختلف مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف بمرور الوقت استجابة للتغيرات في الظروف الاقتصادية وظروف الشركة ذاتها. وقد أشارت نتائج الدراسة إلى عدم تماثل التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف في حالة ارتفاع وانخفاض قيمة الجنيه الإسترليني مقابل الدولار واليورو، وأن الشركات الموجهة للتصدير تواجه مخاطر تعرض لأسعار الصرف بصورة أكبر مقارنة بالشركات ذات التوجه المحلي مع ارتفاع تكاليف التحوط الفعال.

وبالنسبة للعلاقة بين القيود المالية وتقلبات أسعار الصرف، فقد تناولت دراسة Rashid et al.(2022) كيفية تأثير تقلبات أسعار الصرف على أنشطة التصدير للشركات، ودور القيود المالية في التخفيف من آثار تقلبات أسعار الصرف، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الباكستانية غير المالية المدرجة في بورصة باكستان خلال الفترة (٢٠٠١-٢٠١٦). وأظهرت نتائج الدراسة أن الزيادة في سعر الصرف لها تأثير إيجابي ومعنوي على صادرات الشركات، ومع ذلك تظهر النتائج أن تقلبات أسعار الصرف ترتبط بشكل سلبي ومعنوي بقرارات التصدير، مما يشير إلى قيام الشركات بتخفيض صادراتها بشكل كبير خلال فترات زيادة التقلبات غير المتوقعة في أسعار الصرف. هذا بالإضافة إلى أن القيود المالية على مستوى الشركة تؤثر بشكل سلبي على الصادرات. كما تشير النتائج إلى أن المديرين في الشركات المقيدة مالياً يجب أن يطبقوا استراتيجيات التحوط المناسبة للتحوط من مخاطر تقلبات أسعار الصرف من أجل تعزيز صادرات الشركات. بالإضافة لذلك توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تتمتع بمركز مالي أفضل تشارك بصورة أكبر في التجارة الخارجية، إلا أن الشركات المقيدة مالياً تكون أكثر حساسية تجاه تقلبات أسعار الصرف مقارنة بالشركات غير المقيدة مالياً، حيث تمنع القيود المالية الشركات من الحصول على الأموال المطلوبة من المصادر الخارجية، وبالتالي يظهر عجز في التمويل ينشأ بشكل رئيسي إما بسبب عدم القدرة على زيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم وأدوات دين جديدة، أو عدم سيولة الأصول الثابتة للشركات، وبالتالي تزيد القيود المالية من حدة الآثار العكسية لتقلبات أسعار الصرف على أنشطة التصدير للشركات والمبيعات الأجنبية للشركات، وبالتالي وجود تأثير سلبي للقيود المالية على الصادرات، حيث تزيد قيود الائتمانية من تكاليف الإنتاج وتقلل من الانتاجية وانخفاض جودة المنتج وتقلل من القيمة المضافة للصادرات، وبالتالي تؤثر سلباً على الصادرات، مما يعني أن الشركات التي تواجه قيوداً مالية تكون أقل احتمالاً لدخول أسواق التصدير.

وأشارت الدراسة إلى أن الشركات التي لديها ما يكفي من التدفقات النقدية المتولدة داخلياً ولا تواجه قيوداً مالية يمكنها بسهولة الحصول على أموال من المصادر الخارجية وتكون

أقل عرضة لتقلبات أسعار الصرف، بينما على العكس الشركات التي لديها نقص في الأموال المولدة داخليا وتواجه صعوبات في الحصول على الأموال من سوق رأس المال تكون أكثر حساسية تجاه عدم التأكد بشأن تقلبات أسعار الصرف. وتشير هذه النتيجة إلى تأثير القيود المالية على مستوى الشركات، حيث الشركات التي تواجه قيوداً مالية من المرجح أن تقوم بتخفيض حجم صادراتها، حيث لا تستطيع بسهولة الحصول على أموال من الموارد الخارجية، وتواجه صعوبات في تحسين الإنتاجية من خلال أساليب إنتاج جديدة متقدمة، وصعوبات في تنفيذ استراتيجيات تحوط مختلفة للتحوط ضد مخاطر اسعار الصرف، ومن ثم تكون أكثر عرضة لتقلبات أسعار الصرف. كما توصلت الدراسة إلى دور القطاع المالي للدولة في التخفيف من الآثار السلبية للقيود المالية على الشركات.

ومن ناحية أخرى، استهدفت دراسة (Tahir et al. (2022) اختبار تأثير تقلبات أسعار الصرف على قرار اعادة الأرباح الأجنبية إلى الشركة الأم. وبالتطبيق على الشركات الأجنبية التابعة للشركات الأمريكية متعددة الجنسيات في ٤٠ دولة خلال الفترة (٢٠٠٤-٢٠١٦) أظهرت النتائج أن الشركات الأجنبية التابعة للشركات متعددة الجنسيات في الولايات المتحدة في البلدان ذات تقلبات أسعار الصرف تميل إلى اعادة المزيد من الأرباح إلى الشركة الأم. وتدعم النتائج فرضية أن الشركات متعددة الجنسيات تستخدم سياسة اعادة الأرباح كوسيلة لتخفيف المخاطر الناشئة في البلد المضيف الناتجة عن تقلبات أسعار الصرف، حيث قد تؤثر تقلبات أسعار الصرف بشكل إيجابي أو سلبي على قيمة الأرباح التي يتم اعادتها من قبل شركة تابعة أجنبية بسبب حركة عملة البلد المضيف مقارنة بالعملة المحلية. فإذا ارتفعت عملة البلد المضيف مقارنة بالعملة المحلية في وقت اعادة الأرباح، فإن هذا يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة الأم، والعكس صحيح. وبالتالي يمكن أن يؤدي التقلب في سعر الصرف إلى عدم التأكد بشأن التدفق المستقبلي لإعادة الأرباح إلى الوطن، وبالتالي التأثير على قرارات إعادة الأرباح إلى الوطن. علاوة على ذلك، تشير الدراسة إلى أن الشركات متعددة الجنسيات ولديها شركات تابعة في الخارج تواجه خطر قيام الدولة المضيفة بمصادرة استثماراتها أو أن تتأثر أنشطتها بالتغيرات غير المتوقعة في القوانين واللوائح

للدولة المضيفة لاسيما في الاقتصاديات النامية، ويشير هذا إلى أن مخاطر المصادرة سواء في شكل مصادرة تامة للملكية أو تقييد تحويل الأرباح يمكن أن تؤثر على عمليات الشركات التابعة الأجنبية، وبالتالي قد تفضل الشركات التابعة الأجنبية الاحتفاظ بأرباح أقل واعادة المزيد من الارباح إلى الشركة الأم، وبالتالي يؤدي اعادة الارباح إلى الوطن الأم باستمرار إلى تقليل الاستثمار في البلد المضيف.

وفيما يتعلق ببحث العلاقة بين عوائد الأسهم وتقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية، فقد استهدفت دراسة (Tai (2022) اختبار ما إذا كانت عوائد الاسهم للشركات الصينية حساسة للتغيرات غير المتوقعة في أسعار صرف العملات الأجنبية، وذلك باستخدام عينة من الشركات الصينية تمثل أربعين قطاعاً صينياً خلال الفترة (٢٠٠٥ - ٢٠٢٠). وقد توصلت الدراسة أن تأثير تقلبات أسعار الصرف على التدفقات النقدية للشركات عن طريق تغيير حجم التجارة الدولية للشركة، مما يؤثر على قيمة الشركة وعوائد الأسهم. بالإضافة لذلك يمكن أن تؤثر تقلبات أسعار الصرف على التدفقات النقدية عن طريق زيادة حجم التحوط و/أو زيادة تكاليف المعاملات للتحوط من مخاطر أسعار الصرف باستخدام المشتقات، وبالتالي تكون تكلفة التحوط أكبر مع زيادة تقلبات أسعار الصرف. وخلصت الدراسة إلى أن تقلبات أسعار الصرف تؤثر على التدفقات النقدية المستقبلية وقيمة الشركة. هذا بالإضافة إلى أن تحركات أسعار الصرف تؤثر على العوائد اللاحقة بدلاً من العوائد السابقة، مما يعني أن هذه المخاطر تتطلب علاوة مخاطر اضافية يطلبها المستثمرون ومن ثم هذه المخاطر يترتب عليها زيادة تكلفة رأس المال في سوق الأسهم الصينية.

وفيما يتعلق ببحث طبيعة وكيفية قياس مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية، فقد استهدفت دراسة (Hishamuddin et al. (2022) بحث مدى وطبيعة مخاطر التعرض لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية. وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٤٠٥ شركة مدرجة بالبورصة تعمل في أربع دول آسيوية هي أندونيسيا وماليزيا وسنغافورة وتايلاند خلال الفترة (١٩٩٥ - ٢٠١٧). وقد توصلت الدراسة إلى أن ٦٥٪ من إجمالي شركات العينة معرضة بشكل كبير لمخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية وذلك

عند قياس تلك التقلبات باستخدام عوائد الأسهم لتلك الشركات، كما اتضح من نتائج الدراسة أن ٢٨٪ من إجمالي مفردات العينة معرضة لمخاطر تقلبات أسعار الصرف للعمليات الأجنبية وذلك عند قياس تلك التقلبات باستخدام التدفقات النقدية التشغيلية لتلك الشركات. وأخيراً في السياق الأسترالي، فقد تناولت دراسة (Ariff and Zarei, 2022) تأثير مخاطر تقلبات أسعار الصرف على أسعار الاسهم باستخدام عينة من الشركات المدرجة في البورصة الأسترالية خلال الفترة (٢٠٠٠-٢٠١٩)، عينة من الشركات ليس لديها إيرادات بالعملة الأجنبية وبالتالي لديها مخاطر عملة صفرية، والعينة الأخرى لشركات ذات إيرادات بعملة أجنبية من معاملات أجنبية وبالتالي شركات معرضة لمخاطر العملة. ووجدت الدراسة أن رد فعل أسعار الاسهم لتقلبات أسعار الصرف كان أكبر بالنسبة للشركات ذات المعاملات الأجنبية، حيث تتعرض بشكل مباشر لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، إلا أن الشركات المحلية التي ليس لديها معاملات أجنبية تتعرض أيضاً لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، ولكن بصورة غير مباشرة من خلال مصادر أخرى مثل تكلفة السلع الوسيطة إذا انخفضت قيمة العملة.

يتضح من تحليل نتائج الدراسات السابقة التي تناولت مخاطر التعرض لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، أن هذه الدراسات تناولت ثلاثة أنواع لتلك المخاطر، وهي التعرض الناتج من المعاملات، والتعرض الناتج من الترجمة (التعرض المحاسبي)، والتعرض الاقتصادي (التشغيلي)، ويتضمن التعرض مواجهة الشركات لمخاطر بصورة مباشرة أو غير مباشرة نتيجة التغيرات غير المتوقعة في أسعار صرف العملات الأجنبية، مما يؤثر على قيمة الشركات سواء على المدى القصير أو الطويل. ويتضح من تحليل هذه الدراسات أيضاً اختلافها من حيث مستوى التحليل، بعض الدراسات تمت على مستوى الشركات، والبعض الآخر تم التحليل على مستوى الصناعة، ومن حيث التغطية الجغرافية بعض الدراسات تم التحليل على مستوى دولة واحدة مقابل دراسات تناولت دول متعددة، كما اختلفت الدراسات من حيث نماذج تقدير التعرض لمخاطر أسعار الصرف وتقدير عوائد

الأسهم سواء أسبوعية أو شهرية. وبالنسبة للتطبيق بعض الدراسات تمت في دول متقدمة، والبعض تم التطبيق على اقتصاديات ناشئة.

ومن ناحية أخرى، أوضحت بعض الدراسات السابقة (e.g., Dominguez and Tesar ,2006 ; Li et al.,2011; Uhuru,2014; Schlens and Zaol ,2015; Waithera ,2018) أن مخاطر تعرض الشركات لتقلبات أسعار الصرف تتأثر بالعديد من العوامل سواء على مستوى الشركة أو على مستوى الصناعة أو على مستوى الاقتصاد الكلي. فعلى مستوى الشركة قد تؤثر خصائص الشركة مثل حجم الشركة والسيولة والرفع المالي واستراتيجيات التحوط والمعاملات الأجنبية على مدى تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار الصرف. بينما على مستوى الصناعة، قد يختلف التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف وفقاً لنوع الصناعة، والمنافسة الصناعية والتي تؤثر على مرونة الطلب السعرية. وعلى مستوى الاقتصاد الكلي، قد تتعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار الصرف اعتماداً على اتجاه الدولة نحو الانفتاح الاقتصادي الدولي ودرجة حماية الصناعات المحلية.

وفيما يتعلق بمحددات تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، تناولت الدراسات تأثير بعض العوامل وخصائص الشركات والتي تشمل حجم الشركة، ودرجة السيولة، والمعاملات الأجنبية، واستراتيجيات التحوط، والرفع المالي، نوع الصناعة. وبالنسبة لحجم الشركة كأحد محددات التعرض توصلت بعض الدراسات السابقة (e.g., Tomanva ,2014; Belghitar et al., 2021) إلى أن الشركات صغيرة الحجم أكثر عرضة لمخاطر تقلبات أسعار الصرف مقارنة بالشركات كبيرة الحجم، ويرجع ذلك إلى أن الشركات كبيرة الحجم يكون لديها الموارد المالية التي تمكنها من استخدام استراتيجيات التحوط، مما يمكنها من إدارة مخاطر التعرض. وعلى العكس أكد بعض الدراسات (e.g., Warner, 1997; He and Ng, 1998) أن الشركات صغيرة الحجم تواجه مخاطر أعلى للإفلاس، فمن المرجح أن تشارك في أنشطة التحوط لتخفيض مخاطر تعرضها لتقلبات أسعار الصرف. بينما أوضحت دراسة (Kuchin et al., 2019) أن تأثير

حجم الشركة على التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف يتوقف على السوق الذي تعمل فيه الشركة، فالشركات كبيرة الحجم في الأسواق الناشئة لديها مخاطر تعرض أعلى بسبب معاملاتها الأجنبية، بينما في الأسواق المتقدمة تكون الشركات صغيرة الحجم أكثر تعرضاً لمخاطر تقلبات أسعار الصرف نظراً لأن لديها فرص أقل للتحوط. وبالتالي يمكن القول أن حجم الشركة يؤثر على مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف، ولكن هذا التأثير مازال غامضاً ويحتاج إلى اختباره تجريبياً.

وبناء على ما سبق يمكن اشتقاق الفرض الأول في صورته البديلة على النحو التالي:

الفرض الأول H₁

" يؤثر حجم الشركة معنوياً على تعرض الشركات المقيدة بالبورصة المصرية لمخاطر تقلبات أسعار الصرف للعمليات الأجنبية "

ومن ناحية أخرى، تناولت الدراسات السابقة

(e.g., He and Ng, 1998; Li et al., 2011; Schlens and Zaol, 2015)

سيولة الشركة كأحد محددات تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار الصرف. وقد انتفتت نتائج تلك الدراسات على أن الشركات يمكن ان تحد من احتمال تعرضها لمخاطر تقلبات أسعار الصرف من خلال الحفاظ علي مركز سيولة مرتفع.

(e.g., He and Ng, 1998; Muller and Verschoor, 2006; Li et al., 2011)

كما أشارت دراسة (Rashid et al. (2022 إلى أن الشركات التي لديها تدفقات نقدية من الأنشطة التشغيلية كافية يمكنها بسهولة الحصول على تمويل من مصادر خارجية، وبالتالي تكون أقل عرضة لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، على عكس الشركات التي لديها عجز في التدفقات النقدية التشغيلية، حيث تواجه صعوبة في الحصول على التمويل من أسواق رأس المال، وتكون أكثر حساسية تجاه عدم التأكد بشأن تقلبات أسعار الصرف مما ينعكس على زيادة التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف.

وبناء عليه يمكن اشتقاق الفرض الثاني في صورته البديلة على النحو التالي:

الفرض الثاني H₂

" يؤثر مركز سيولة الشركة سلباً ومعنوياً على تعرض الشركات المقيدة بالبورصة المصرية لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية "

ومن ناحية أخرى، تناولت الدراسات السابقة الرفع المالي كأحد محددات تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار الصرف. وجاءت نتائج الدراسات متعارضة، فعلى سبيل المثال وجدت عد دراسات سابقة (He and Ng, 1998; Muller and Verschoor, 2006; Li et al., 2011)

أن الشركات التي لديها نسبة عالية من المديونية يكون لديها حافز أعلى للتحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف، لمواجهة مخاطر الإفلاس والأزمات المالية، وبالتالي يقل تعرضها لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، وبالمثل أوضحت دراسة (Min and Yang, 2019) إلى أن الشركات التي لديها ديون مقومة بالعملة الأجنبية يمكن أن تستخدمها كأداة للتحوط، وبالتالي يقل تعرضها لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، بينما على النقيض، وجدت بعض الدراسات (e.g., Qing et al., 2021; Rishid et al., 2022) أن الشركات ذات نسب الرفع المالي المرتفعة تتعرض بشكل أكبر لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، حيث تواجه تلك الشركات قيوداً مالية ولا تستطيع الحصول على تمويل خارجي، وتواجه صعوبات في تنفيذ استراتيجيات التحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف، وبالتالي تزيد مخاطر تقلبات أسعار الصرف بالنسبة لتلك الشركات.

وبناء على ما سبق يمكن اشتقاق الفرض الثالث في صورته البديلة على النحو التالي:

الفرض الثالث H₃

" تؤثر نسبة الرفع المالي للشركة معنوياً على تعرض الشركات المقيدة بالبورصة المصرية لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية "

وعلى الجانب الآخر، بالنسبة للشركات التي لديها معاملات بعملة أجنبية سواء عمليات استيراد وتصدير أو قروض بعملات أجنبية أو شركات متعددة الجنسيات لديها فروع أجنبية تتعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف بصورة كبيرة، فكلما زادت مشاركة الشركة في

الأسواق الخارجية الأجنبية وزادت المبيعات الأجنبية كلما زادت حساسية الشركة لتقلبات أسعار الصرف، وواجهت مزيداً من المنافسة الأجنبية مما يجعلها أكثر تعرضاً لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية (Martan et al., 1999; Dominguez and Tesar, 2006; Li et al., 2011)

فمن المرجح أن تتأثر الشركات التي لديها معاملات بعملات أجنبية بشكل مباشر بالتقلبات في أسعار الصرف سواء أكانت شركات متعددة الجنسيات أو شركات لديها مبيعات بعملة أجنبية (صادرات) أو شركات لديها أصول مقومة بعملات أجنبية، حيث من المرجح أن تستفيد الشركات المصدرة من انخفاض قيمة عملتها المحلية، بينما الشركات التي تعتمد على منتجات بسيطة أو مواد خام مستوردة قد تتقلص أرباحها نتيجة زيادة تكاليف الإنتاج مع انخفاض قيمة العملة. وبالتالي فإن العلاقة بين عمليات أو معاملات الشركة بعملات أجنبية والتعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف يمكن أن تكون إيجابية أو سلبية. وبناء عليه يمكن اشتقاق الفرض الرابع في صورته البديلة على النحو التالي:

الفرض الرابع H4

" تؤثر معاملات الشركة بعملات أجنبية معنوياً على تعرض الشركات المقيدة بالبورصة المصرية لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية "

وفيما يتعلق باستخدام الشركات أنشطة التحوط المالي والتشغيلي، فقد اتفقت الدراسات السابقة (e.g., Bartram and Bodnar, 2007; Li et al., 2011; Tomanova, 2014; Prasad and Suprabha, 2015)

على أن استخدام أنشطة التحوط تؤثر على تخفيض تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، حيث يتم استخدام التحوط المالي من خلال استخدام المشتقات المالية والعقود الآجلة وغيرها من الأدوات المالية التي تخفف بشكل كبير من تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، وكذلك استخدام استراتيجيات التحوط التشغيلي مثل تنويع مصادر التوريد والمرونة في العمليات الانتاجية، والمرونة في قرارات التسعير والتسويق استجابة لتقلبات أسعار الصرف قد تقلل من تعرض الشركات لتلك المخاطر.

وبناء عليه، يمكن اشتقاق الفرض الخامس في صورته البديلة على النحو التالي:

الفرض الخامس H₅

" تؤثر استراتيجيات التحوط للشركات سلباً ومعنوياً على تعرض الشركات المقيدة بالبورصة المصرية لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية "

وبالنسبة لتأثير تقلبات أسعار الصرف على تكلفة رأس المال، يمكن أن يكون التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف له تأثير كبير على تكلفة رأس المال للشركات، حيث تشير تكلفة رأس المال إلى العائد المطلوب الذي يتوقعه المستثمرون مقابل توفير التمويل اللازم للشركة، وفي ظل مخاطر تقلبات أسعار الصرف يمكن أن تؤثر تلك المخاطر على الأداء المالي والتدفقات النقدية الحالية والمستقبلية، مما يؤثر بدوره على تكلفة رأس المال، فقد أشارت دراسة (Rios (2009 مع زيادة عدم التأكد التي تواجه الشركات نتيجة تعرضها لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، يقوم المستثمرون بتسعير تلك المخاطر، وتزداد علاوة مخاطر العملة التي يطلبها المستثمرون للتعويض عن مخاطر انخفاض العملة، مما يترتب عليه زيادة تكلفة رأس المال.

وفي نفس السياق أوضحت العديد من الدراسات (e.g., Tabani, 2017; Jaume and Tirado, 2014; Pakdelan et al., 2021). وجود علاقة ايجابية بين تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار الصرف وتكلفة رأس المال، وذلك من خلال تعرض الشركات التي تعمل في الأسواق الخارجية لأنواع مختلفة من المخاطر، بما في ذلك مخاطر العملة، والمخاطر السياسية والمخاطر الاقتصادية والتي يمكن ان تؤثر على تكلفة رأس مال الشركة. وقد أكدت الدراسات السابقة (Kuchin et al., 2019; Tai, 2022) أنه يتم تسعير مخاطر تقلبات أسعار الصرف، مما يجعلها تؤثر بشكل كبير على تكلفة رأس المال، حيث يطلب المستثمرون عائداً أعلى من المتوقع على استثماراتهم، والمطالبة بعلاوة مخاطر تقلبات أسعار الصرف في ظل حالة عدم التأكد.

وبناء على ما سبق، يمكن اشتقاق الفرض السادس في صورته البديلة على النحو التالي:

الفرض السادس H₆

" يؤثر تعرض الشركات المقيدة بالبورصة المصرية لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية إيجاباً ومعنوياً على تكلفة رأس المال ".

١٣- منهجية البحث:

تعتمد منهجية البحث على القيام بدراسة تطبيقية تستهدف استكشاف محددات التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، وتأثير تلك المخاطر على تكلفة رأس المال. وسيتم ذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المصرية المقيدة بالبورصة خلال الفترة (٢٠٢٢-٢٠١٧). ولتحقيق هدف الدراسة التطبيقية سوف يتم تناول كلا من مجتمع وعينة الدراسة، ونماذج الدراسة وتوصيف وقياس متغيرات الدراسة وذلك لاختبار فروض البحث، وأخيراً نتائج الدراسة التطبيقية. وسيتم ذلك على النحو التالي:

١٣-١ مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من (٢٠١٧ - ٢٠٢٢)، وذلك بعد استبعاد البنوك وشركات التأمين والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، وذلك نظراً لخضوع هذا القطاع لبعض المعايير والمتطلبات الرقابية الخاصة. وقد تم اختيار عينة تحكيمية من هذه الشركات روعي في اختيارها عدة اعتبارات، والتي تتمثل في أن تكون القوائم المالية والايضاحات المتممة للشركة كاملة، وأن تتوفر القيم السوقية لأسهم تلك الشركات، وأن تقوم الشركة بنشر قوائمها المالية بالجنه المصري، كما يجب أن يكون سعر السهم في نهاية السنة المالية لا يقل عن واحد جنهها استناداً الي (Kim et al., 2011a)، وأن يكون لكل شركة ٢٦ عائداً أسبوعياً على الأقل لمدة ١٢ شهر تنتهي بعد ثلاثة أشهر من نهاية السنة المالية استناداً الي (Hutton et al., 2009; Cheng et al., 2020) وأخيراً تم استبعاد (الشركات- السنوات) ذات البيانات المفقودة للمتغيرات المستخدمة في النماذج الاحصائية للدراسة. وذلك اتساقاً مع الدراسات السابقة (e.g., Li et al., 2011; Simakova, 2017; Qing et al., 2022)

وقد اعتمد الباحث في جمع البيانات الفعلية للدراسة التطبيقية والتي تبدأ من عام ٢٠١٧ وحتى عام ٢٠٢٢، على التقارير والقوائم المالية السنوية والإيضاحات المتممة لها المنشورة، وكذلك الاعتماد على بعض قواعد البيانات بالمواقع الالكترونية الرسمية للشركات الممثلة لعينة الدراسة، والنشرات الدورية الصادرة عن مركز معلومات البورصة المصرية، كما تم جمع البيانات من خلال بعض المواقع الالكترونية على شبكة الأنترنت ذات الصلة مثل موقع معلومات مباشر www.mubasher.info . وموقع www.investing.com .

وقد بلغ عدد شركات العينة محل الدراسة (70) شركة بعدد مشاهدات 420 مشاهدة (شركة/سنة). ويظهر الملحق رقم (١) بيان بأسماء الشركات التي تمثل مفردات عينة الدراسة. وقد تم تصنيف شركات العينة حسب القطاعات التي تنتمي لها كل شركة وفقاً لتقسيم البورصة المصرية

ويوضح الجدول رقم (١) القطاعات التي تنتمي إليها شركات العينة، وعدد ونسبة الشركات لكل قطاع بالنسبة لإجمالي العينة.

جدول رقم (١) القطاعات التي تنتمي إليها شركات العينة

القطاع	عدد الشركات	عدد المشاهدات	النسبة
قطاع الاغذية والمشروبات والتبغ	١٨	١٠٨	٪٢٦
قطاع الرعاية الصحية	٩	٥٤	٪١٣
قطاع العقارات	١٢	٧٢	٪١٧
قطاع المنسوجات والسنع المعمرة	٦	٣٦	٪٩
قطاع الموارد الاساسية	١٢	٧٢	٪١٧
قطاع خدمات النقل والشحن	٣	١٨	٪٤
قطاع المقاولات والانشاءات الهندسية	٥	٣٠	٪٧
قطاع مواد البناء	٥	٣٠	٪٧
الاجمالي	٧٠	٤٢٠	٪١٠٠

١٣-٢ نماذج الدراسة وتوصيف وقياس المتغيرات

تحقيقاً لأهداف الدراسة سيتم وضع نماذج الدراسة وتوصيف وقياس متغيرات كل نموذج على حدة، وذلك على النحو التالي:

١٣-٢-١ النموذج الأول للدراسة وتوصيف وقياس متغيرات الفروض من الأول حتى الخامس:

لتحقيق هدف الدراسة الخاص باختبار محددات تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، سيتم اختبار مجموعة من المحددات المؤثرة على تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملة الأجنبية وتشمل حجم الشركة، والرفع المالي، والسيولة، والمعاملات الأجنبية، والتحوط، وذلك على النحو التالي:

أ- المتغير التابع: التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف β_{2i}

يقصد بالتعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف حساسية القيمة السوقية للشركة للتغيرات غير المتوقعة في أسعار صرف العملات الأجنبية، وذلك من خلال تأثير التغير غير المتوقع لأسعار الصرف على التدفقات النقدية المستقبلية للشركات، والمبيعات الأجنبية، والمنافسة الأجنبية، وتكلفة الإنتاج، مما قد يؤثر على قيمة الشركة. وقد طور Adler and Dumas (1984) مقياساً للتعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، من خلال تقدير معامل انحدار عوائد الاسهم على التغيرات في اسعار الصرف، ثم طور (1990) Jorion معادلة الانحدار استناداً على متغيرين مستقلين هما مؤشر عائد السوق والتغير في سعر الصرف.

واستناداً على (Choi and Prasad, 1995; Li et al., 2011; Simakova, 2017) سيتم تقدير التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف β_{2i} وفقاً لنموذج الانحدار التالي:

$$R_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i}MR_t + \beta_{2i}UXR_t + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (4)$$

حيث:

R_{it} : العائد الفعلي لسهم الشركة (i) في الاسبوع (t).

MR_t : العائد الفعلي لمؤشر سوق المال المصري EGX30 خلال الاسبوع (t).

UXR_t : نسبة التغير في سعر الصرف في الفترة t .

ε_{it} : خطأ التقدير العشوائي (البواقي).

β_{1i} : معاملات الانحدار المقدرة لسلسلة زمنية.

β_{2i} : تعبير عن مقياس التعرض exchange rate exposure

وبالتالي لكل شركة - سنة، يتم تقدير التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف من خلال تقدير معامل الانحدار β_{2i} في المعادلة السابقة باستخدام البيانات الخاصة بعوائد الاسهم الأسبوعية لكل سنة خلال فترة الدراسة.

ب- المتغيرات المستقلة

تتمثل في محددات التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف وتشمل:

ب/١- حجم الشركة (Size)

يتم قياس حجم الشركة من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة استناداً على (e.g., El-Masry et al., 2007; Li et al., 2011; Simakva, 2017)

ب/٢- السيولة السريعة (Quick)

يتم قياس نسبة السيولة السريعة للشركة من خلال نسبة الاصول المتداولة مطروحاً منها المخزون إلى الالتزامات المتداولة اتساقاً مع (He and Ng, 1998; Nance et al., 1993; Muller and Verschoor, 2006; Rashid et al., 2022)

ب/٣- الرفع المالي (LEV)

تم قياس نسبة الرفع المالي من خلال نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي أصول الشركة في نهاية الفترة اتساقاً مع (Qing et al., 2021; Rashid et al., 2022)

ب/٤- المعاملات الأجنبية (F transaction)

وتم قياس مشاركة الشركة في المعاملات الأجنبية من خلال متغير وهمي يأخذ القيمة واحد في حالة وجود معاملات بالعملة الأجنبية للشركة سواء عمليات تصدير، أو استيراد أو قروض بعملات أجنبية أو أصول مقومة بعملات أجنبية، ويأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك، وذلك اتساقاً مع (Dominguez and Tesar, 2006; Li et al., 2011)

ب/٥- أنشطة التحوط Hedge

يتم قياس مدى استخدام الشركة لأنشطة التحوط باستخدام متغير وهمى يأخذ القيمة واحد في حالة استخدام الشركة استراتيجيات التحوط المالي أو التشغيلي، ويأخذ صفر بخلاف ذلك. وذلك اتساقاً مع (Bartram and Bodnar, 2007; Tomanva, 2014; Parsad and Suprabha, 2015).

بناءً على توصيف المتغيرات السابقة، والمنهجية المتبعة في قياسها، واختبار فروض البحث من الفرض الأول حتى الخامس، يمكن صياغة نموذج انحدار متعدد وذلك على النحو التالي:

$$|\hat{\beta}_{2i}| = \alpha_0 + \alpha_1 size_{it} + \alpha_2 Quick_{it} + \alpha_3 LEV_{it} +$$

$$\alpha_4 Ftransaction_{it} + \alpha_5 Hedge_{it} + \varepsilon_{it} \dots \quad (5)$$

حيث:

$|\hat{\beta}_{2i}|$: القيمة المطلقة لمعامل التعرض لمخاطر تقلبات الصرف، والتي تم تقديرها من معادلة الانحدار رقم (4).

وقد تم استخدام القيمة المطلقة لاستبعاد تأثير كونها موجبة أو سالبة، حيث يتم تقدير مقدار التعرض للمخاطر، وذلك اتساقاً (Li et al., 2011)

$size_{it}$: حجم الشركة (i) خلال الفترة (t).

$Quick_{it}$: نسبة السيولة السريعة للشركة (i) خلال الفترة (t).

LEV_{it} : نسبة الرفع المالي للشركة (i) خلال الفترة (t).

$Ftransaction_{it}$: المعاملات الأجنبية للشركة (i) خلال الفترة (t).

$Hedge_{it}$: أنشطة التحوط للشركة (i) خلال الفترة (t).

α_0 : الحد الثابت للنموذج.

$\alpha_1 \dots \dots \alpha_5$: معاملات الانحدار للنموذج.

ε_{it} : حد الخطأ العشوائي.

١٣-٢-٢ النموذج الثاني للدراسة وتوصيف وقياس متغيرات الفرض السادس:

لتحقيق هدف الدراسة الخاص باختبار تأثير تعرض الشركة لمخاطر تقلبات أسعار الصرف على تكلفة رأس المال. سيتم اختبار تأثير تعرض الشركة لمثل تلك المخاطر على تكلفة رأس المال للشركة، وذلك على النحو التالي:

أ- المتغير التابع: تكلفة رأس المال (WACC)

يقصد بتكلفة رأس المال المعدل الذي ينبغي تحقيقه من استخدام الأصول المملوكة للشركة سواء تم تمويلها عن طريق المساهمين أو الدائنين. وتتضمن تكلفة رأس المال كلا من تكلفة التمويل بالملكية وتكلفة التمويل بالاقتراض (Barth et al., 2005). وتتمثل تكلفة الأموال في الخليط الذي يتكون منه هيكل رأس المال والذي عادة ما يتضمن الاقتراض طويل الأجل وحقوق الملكية والتي تتكون من الأسهم العادية والأرباح المحتجزة والأسهم الممتازة إن وجدت (Doval et al., 2018). وعند تقدير تكلفة الأموال، فإنه عادة ما يتم التركيز على تكلفة مصادر التمويل طويل الأجل. ويرجع ذلك إلى أن التمويل قصير الأجل يكون إما في صورة ائتمان تجاري، أو ائتمان مصرفي، وهو ائتمان مؤقت بطبيعته وينطوي على قدر كبير من التقلب، لذلك اعتمدت الدراسة على الاقتراض طويل الأجل عند احتساب تكلفة التمويل بالاقتراض، وذلك اتساقاً مع (McClure, 2021).

وتعتمد الدراسة الحالية عند قياس تكلفة رأس المال على المتوسط المرجح بالأوزان لتكلفة رأس المال (Weighted average cost of capital (WACC) وذلك قياساً على (Bertomeu et al., 2011; Doval et al., 2018; Hargrave, 2023)

ويتم ذلك باستخدام النموذج التالي:

$$WACC = \left(\frac{E}{V} * r_E\right) + \left(\frac{D}{V} * r_D * (1 - T_c)\right) \dots\dots\dots (6)$$

حيث:

$WACC$: المتوسط المرجح بالأوزان لتكلفة رأس المال.

E/V : حقوق الملكية مقسومة على إجمالي مكونات رأس المال.

r_E : تكلفة التمويل بالملكية.

D/V : إجمالي الالتزامات طويلة الأجل مقسومة على إجمالي مكونات رأس المال.

r_D : تكلفة التمويل بالافتراض.

T_c : معدل ضريبة الدخل.

ويتم قياس تكلفة التمويل بالملكية باستخدام نموذج رسملة التوزيعات dividend capitalization model وذلك اتساقا مع (Botosan,2006; Jacobs, M.T. and Shivdasani, A.,2012)

$$r_E = \frac{DPS}{CMV} + GRD \quad \dots\dots\dots (7)$$

حيث:

r_E : تكلفة التمويل بالملكية.

DPS : التوزيعات للسهم عن السنة الحالية Dividend Per Share

CMV: السعر السوقي للسهم عن السنة الحالية Current Market Value

GRD: النسبة المئوية للتغير (النمو) في توزيعات السهم Growth Rate of Dividend

ومن ناحية أخرى، تم قياس تكلفة التمويل بالافتراض (تكلفة الافتراض طويل الأجل)

r_D من خلال المعدل الفعلي للفائدة على الأموال المقترضة مع تعديلها بالأثر الضريبي،

وذلك اتساقا مع (Guidara et al., 2014; Saker et al., 2015) .

وذلك على النحو التالي:

$$r_D = K_m(1 - T_c) \quad (8)$$

حيث:

r_D : تكلفة التمويل بالافتراض.

K_m : معدل الفائدة على القروض، وهو عبارة عن ناتج قسمة مصروف الفوائد عن العام

(t) على مجموع الالتزامات طويلة الأجل في العام (t).

T_c : معدل الضريبة الدخل.

ب- المتغير المستقل: التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف β_{2i}

يتم قياس التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، من خلال تقدير معامل انحدار عوائد الاسهم على التغيرات في اسعار الصرف، وفقا لمعادلة الانحدار رقم (4) استناداً الي معامل الانحدار β_{2i} في معادلة الانحدار كما سبق توضيحه.

بناء على توصيف متغيرات الفرض السادس، والمنهجية المتبعة في قياسها، ولاختبار هذا الفرض، يمكن صياغة نموذج الانحدار وذلك على النحو التالي:

$$WACC_{it} = \lambda_0 + \lambda_1|\beta_{2i}| + \varepsilon_{it} \quad \dots\dots\dots (9)$$

حيث:

$WACC_{it}$: تكلفة راس المال للشركة (i) عن العام (t).

$|\beta_{2i}|$: القيمة المطلقة لمعامل التعرض لمخاطر تقلبات الصرف، والتي تم تقديرها

من معادلة الانحدار رقم (٤).

λ_0 : الحد الثابت للنموذج.

λ_1 : معامل الانحدار.

ε_{it} : حد الخطأ العشوائي.

٣-١٣ نتائج اختبار فروض البحث:

خضعت بيانات الدراسة لتحليل إحصائي يستهدف التحقق من مدي قبول فروضها. وقد تم تحليل البيانات إحصائياً باستخدام البرنامج الإحصائي IBM SPSS الاصدار رقم (٢٦)، والذي يوفر العديد من المؤشرات الاحصائية والاختبارات الاحصائية. ويعتمد رفض أو عدم رفض فرض العدم على قيمة مستوى المعنوية المشاهد (P-value). وقد تم تحليل البيانات باستخدام مستوى معنوية (٠.٠٥) بمعنى أن الحد الأقصى لقبول احتمال الوقوع في خطأ من النوع الأول (أي احتمال رفض فرض العدم وهو صحيح ٥٪) (Moore et al., 2013). ويمكن تلخيص نتائج التحليل الإحصائي بالنسبة لفروض الدراسة على النحو التالي:

١٣ - ٣ - ١ الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

استخدم الباحث عدداً من مقاييس النزعة المركزية Measures of Central Tendency مثل الوسط الحسابي Mean والوسيط Median. كما تم استخدام الانحراف المعياري Standard Deviation كمقياس للتشتت Measure of Dispersion. ويظهر في الجدول رقم (٢) الإحصاءات الوصفية الخاصة بمتغيرات الدراسة على النحو التالي:

جدول رقم (٢) الإحصاءات الوصفية

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
size	421	14.00000	25.03243	20.2318627	2.29547643
Quick	421	.06550	54.16027	2.9130082	6.28639468
lev	421	.00912	3.39078	.5095339	.35060902
Foreign transaction	421	0	1	.71	.454
hedging	421	0	1	.36	.480
FXR exposure	421	.00027	66.08395	4.1758656	9.20974101
WACC	421	.00065	6.32100	1.0293604	1.27996696
Valid N (listwise)	421				

يتضح من التحليل الإحصائي ان مخاطر التعرض الاقتصادي (التشغيلي) لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية (المتغير التابع في نموذج الدراسة الأول و المتغير المستقل في نموذج الدراسة الثاني) تراوحت ما بين ٠.٠٠٠٠٢٧ و ٦٦.٠٠٨ بمتوسط ٤.١٧ مع وجود تشتت كبير بين قيم المشاهدات حيث بلغ الانحراف المعياري ٩.٢ وهو أكبر من المتوسط الحسابي ويرجع ذلك لكبر حجم العينة واختلاف طبيعة النشاط بين مفردات العينة، وكذلك اختلاف درجة مشاركتهم في معاملات بعملة اجنبية، وكذلك اختلاف الشركات في استخدام أنشطة واستراتيجيات التحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملات الاجنبية.

وبالنسبة لحجم الشركات في العينة فقد تراوح بين ١٤ و ٢٥ بمتوسط ٢٠.٣ ، وبانحراف معياري منخفض نسبياً بلغ ٢.٢. ويرجع إلى أن أغلب الشركات ضمن عينة الدراسة من أكبر الشركات المصرية المقيدة بالبورصة كما أن إجمالي قيمة أصولها متقاربة. أما بالنسبة لدرجة الرفع المالي فقد تراوحت بين ٠.٠٠٠٩ و ٣.٣٩ بمتوسط ٠.٥ وبلغ

الانحراف المعياري ٠.٣٥ ، بما يدل على تقارب في درجة الرفع المالي بين مشاهدات العينة. وبالنسبة لدرجة السيولة فقد تراوح بين ٠.٠٦٦ و ٥٤.٢ بمتوسط ٢.٩ وانحراف معياري كبير قدره ٦.٢ مما يدل على اختلاف كبير بين مشاهدات العينة في درجة السيولة، كما يلاحظ انخفاض متوسط درجة السيولة بالنسبة لمفردات العينة مما يعني ان غالبية مفردات العينة تعاني من نقص السيولة لمواجهة الالتزامات قصيرة الاجل.

وبالنسبة للمعاملات بعملة أجنبية فهو متغير ثنائي وقد اتضح من النتائج أن المتوسط الحسابي بلغ ٠.٧١ أي ان ٧١٪ من مفردات العينة لديها معاملات بعملة أجنبية مما يدل على أهمية الاخذ الاعتبار المخاطر التشغيلية لتقلبات أسعار الصرف لما لها من آثار قد تؤثر سلبا علي نتيجة عمليات وانشطة الشركة وقيمتها. وبالنسبة للمتغير الثنائي الاخر وهو أنشطة التحوط ضد مخاطر التقلبات في أسعار الصرف للعلات الأجنبية فقد بلغ المتوسط الحسابي لهذا المتغير ٠.٣٦ أي أن ٣٦٪ من مفردات العينة تستخدم أنشطة واستراتيجيات التحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية وهي نسبة ضئيلة للغاية مقارنة بالمخاطر التي قد تتعرض لها تلك الشركات في ظل دخول ٧١٪ من مفردات العينة في معاملات بعملة اجنبية مما يؤدي لارتفاع درجة المخاطر التي قد تتعرض لها تلك الشركات. وأخيرا وبالنسبة للمتغير التابع (في النموذج الثاني للدراسة) وهو متوسط تكلفة رأس المال (WAAC) فقد تراوحت قيمته بين ٠.٠٦٥ و ٦.٣ بمتوسط ١.٠٣ تقريبا، وانحراف معياري ١.٣ تقريبا وهو أكبر من المتوسط. مما يشير الي وجود تشتت واضح في متوسط تكلفة رأس المال بين مفردات العينة وهي نتيجة تتسق مع تشتت درجة مخاطر التعرض التشغيلي لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية بالنسبة لمفردات العينة.

كذلك استخدم الباحث مصفوفة الارتباط للتعرف على درجة الارتباط ونوعيته بين متغيرات الدراسة، وكذا معرفة مدى وجود ارتباط ذاتي خطي بين المتغيرات multicollinearity من عدمه. وتظهر نتائج اختبار علاقات الارتباط الأحادية بين متغيرات نماذج الدراسة في الجدول رقم (٣) وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (٣) معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة

		size	Quick	lev	foreigntransaction	hedging	FXRexposure	WACC
size	Pearson Correlation	1	-.235**	.160**	.018	.042	-.219**	-.089
Quick	Pearson Correlation	-.235**	1	-.238**	-.163**	-.092	.049	.004
lev	Pearson Correlation	.160**	-.238**	1	.012	-.101*	-.074	-.042
foreigntransaction	Pearson Correlation	.018	-.163**	.012	1	.281**	.141**	.144**
hedging	Pearson Correlation	.042	-.092	-.101*	.281**	1	-.143**	-.051
FXRexposure	Pearson Correlation	-.219**	.049	-.074	.141**	-.143**	1	.127**
WACC	Pearson Correlation	-.089	.004	-.042	.144**	-.051	.127**	1

ويتضح من الجدول السابق عدم وجود مشكلة وجود ارتباط ذاتي خطي بين المتغيرات حيث لم يتجاوز قيمة معامل الارتباط بين اي متغيرين ٧٠٪ (Hair et al.,2006). وقد بلغ أعلى معامل ارتباط بين مخاطر التعرض الاقتصادي لتقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية ومتوسط تكلفة راس المال (٦٢.٧٪). وقد أظهرت مصفوفة الارتباط وجود علاقة ارتباط عكسية بين حجم الشركة و درجة السيولة والرفع المالي وانشطة التحوط من ناحية ومخاطر التعرض الاقتصادي لتقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية من ناحية أخرى حيث بلغ مقدار معاملات الارتباط (-٢١.٩٪ ، -٤.٩٪ ، -٧.٤٪ ، -١٤.٣٪) وبالنسبة لدخول الشركة في معاملات بعملة اجنبية، فقد تبين وجود علاقة ارتباط طردية بين قيام الشركة بمعاملات بعملة اجنبية و مخاطر التعرض الاقتصادي لتقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية حيث بلغ معامل الارتباط (١٤.١٪).

١٣-٣-٢ نتائج اختبار الفروض من الأول حتى الخامس

استهدفت فروض الدراسة من الأول حتى الخامس اختبار مجموعة من المحددات المؤثرة على تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية وتشمل حجم الشركة، والرفع المالي، والسيولة، والمعاملات الأجنبية، والتحوط، وقد تم اختبار تلك الفروض بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد وفقا للمعادلة التالية:

$$|\hat{\beta}_{2i}| = \alpha_0 + \alpha_1 size_{it} + \alpha_2 Quick_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 Ftransaction_{it} + \alpha_5 Hedge_{it} + \varepsilon_{it}$$

ويظهر الملحق رقم (2) نتائج التحليل الاحصائي لنموذج الدراسة الأول. ويوضح الجدول رقم (٤) نتائج اختبار فروض الدراسة من الأول حتى الخامس:

جدول رقم (٤) نتائج اختبار الفروض من الأول حتى الخامس

مخاطر التعرض الاقتصادي لتقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية FXR Exposure		المتغيرات المستقلة
مستوي المعنوية	قيمة المعامل	
٠.000	20.2	Constant
٠.000	-0.826	SIZE
٠.982	-.002	Quick
0.199	-.1.64	LEV
0.000	4.04	Foreign-transaction
0.000	-3.79	Hedging
	0.000	p-value
	%27.1	Adjusted R Square

وتشير النتائج السابقة الي معنوية نموذج الانحدار (0.000) أي أقل من ٠.٠٥ بما يعكس صلاحية نموذج الدراسة لاختبار العلاقات محل الدراسة. كما بلغت قيمة R^2 المعدلة (٢٤.٧%) بما يعني أن القوة التفسيرية للنموذج (٢٧.١%). ويتضح من الجدول السابق نتائج اختبار باقي فروض الدراسة، من خلال تحليل معاملات الانحدار لنموذج الدراسة وفقاً للجدول رقم (٤) على النحو التالي:

أ- فيما يتعلق بنتيجة اختبار الفرض الأول، وتحليل معامل الانحدار بالنسبة لحجم الشركة، اتضح وجود تأثير سلبي معنوي لحجم الشركة على مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية حيث بلغت قيمة معامل الانحدار -٠.٨٢٦، عند مستوى معنوية (0.000) وهو أقل من ٠.٠٥، بما يشير إلى أنه كلما زاد حجم الشركة كلما انخفضت مخاطر التعرض الاقتصادي لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية.

وبناء عليه فقد تم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل (H1)، والقائل بوجود تأثير معنوي لحجم الشركة على تعرض الشركات المقيدة بالبورصة المصرية لمخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملة الأجنبية.

وتتفق هذه النتيجة مع افتراض أن الشركات صغيرة الحجم أكثر عرضة لمخاطر تقلبات أسعار الصرف مقارنة بالشركات كبيرة الحجم، ويرجع ذلك إلى أن الشركات كبيرة الحجم لديها الموارد المالية والبشرية التي تمكنها من استخدام استراتيجيات التحوط، مما يمكنها من إدارة مخاطر التعرض، كما تتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة (Tomanova, 2014; Agnihotri and Arora, 2021; Belghitar et al., 2021)

وتشير هذه النتيجة إلى أنه في البيئة المصرية هناك أهمية لحجم الشركة في تخفيض مخاطر التقلبات في أسعار الصرف للعملة الأجنبية مما يكون له أهمية قصوى للمحللين الماليين والمستثمرين الحاليين والمحتملين ومراقبي الحسابات عند تقييم المخاطر التي قد تتعرض لها الشركات نتيجة تقلبات أسعار الصرف للعملة الأجنبية في ظل تحرير أسعار الصرف التي تتبعه مصر منذ عام ٢٠١٦.

ب- فيما يتعلق بنتيجة اختبار الفرض الثاني، وتحليل معامل الانحدار بالنسبة لسيولة الشركة، اتضح وجود تأثير سلبي غير معنوي لسيولة الشركة على مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف للعملة الأجنبية حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (-٠.٠٠٢) عند مستوى معنوية (٠.٩٨٢) وهو أكبر من ٠.٠٥، وهو ما يعني أن مستوى السيولة ليس له تأثير معنوي على مخاطر التعرض لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية.

وبناء عليه فقد تم قبول فرض العدم ورفض الفرض البديل (H2)، والقائل بوجود تأثير معنوي سلبي لمركز سيولة الشركة على تعرض الشركات المقيدة بالبورصة المصرية لمخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملة الأجنبية.

تتفق نتيجة الدراسة مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة التي اشارت لوجود علاقة سلبية وان كانت غير معنوية بين درجة السيولة للشركة ومخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف الأجنبية (He and Ng, 1998; Muller and Verschoor, 2006; Li et al., 2011; Agnihotri and Arora (2021)

وتؤكد الدراسة على التأثير السلبي للسيولة علي مخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية، ويعتقد الباحث ان عدم معنوية العلاقة يرجع الي انخفاض درجة السيولة للشركات في البيئة المصرية والتي سبق الإشارة اليها عند عرض الإحصاءات الوصفية لنتائج الدراسة.

ج- فيما يتعلق بنتيجة اختبار الفرض الثالث، وتحليل معامل الانحدار بالنسبة للرفع المالي للشركة، اتضح وجود تأثير سلبي غير معنوي للرفع المالي الشركة على مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (-1.64) عند مستوي معنوية (0.199) وهو أكبر من 0.05، وهو ما يعني أن نسبة الرفع المالي للشركة لها تأثير سلبي ولكن غير معنوي على مخاطر التعرض لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية. وبناء عليه فقد تم قبول فرض العدم ورفض الفرض البديل (H3)، والقائل بوجود " تأثير معنوي لنسبة الرفع المالي للشركة على تعرض الشركات المقيدة بالبورصة المصرية لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية"

وتشير نتائج الاختبار المعنوي الي التأثير السلبي غير المعنوي لنسبة الرفع المالي على مخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية وهو ما يتفق مع ما توصلت اليه بعض الدراسات السابقة (He and Ng, 1998; Muller and Verschoor, 2006; Li et al., 2011; Min and Yang, 2019) وتشير نتائج الدراسة الي العلاقة السلبية بين نسبة الرفع المالي ومخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية بالرغم من عدم معنوية العلاقة، إلا انها ذات دلالة مهمة حيث تشير إلى أن الشركات التي لديها نسبة عالية من المديونية يكون لديها حافز أعلى للتحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف، لمواجهة مخاطر الإفلاس والأزمات المالية، وبالتالي يقل تعرضها لمخاطر تقلبات أسعار الصرف.

د- فيما يتعلق بنتيجة اختبار الفرض الرابع، وتحليل معامل الانحدار بالنسبة للمعاملات الشركة بعملة اجنبية، اتضح وجود تأثير إيجابي معنوي لدخول الشركة في معاملات بعملة أجنبية على مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (4.043) عند مستوي معنوية (0.000) وهو أقل من 0.05، وهو ما

يعني أن معاملات الشركة بعملة اجنبية لها تأثير إيجابي ومعنوي على مخاطر التعرض لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية.

وبناء عليه فقد تم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل (H4)، والقائل بوجود تأثير معنوي لمعاملات الشركة بعملة اجنبية على تعرض الشركات المقيدة بالبورصة المصرية لمخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية.

وتتفق نتيجة الدراسة مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة (Martan et al., 1999; Dominguez and Tesar, 2006; Li et al., 2011)، ويعتقد الباحث أنها نتيجة منطقية فكلما شاركت الشركة في معاملات بعملة أجنبية سواء عمليات استيراد وتصدير أو قروض بعملات أجنبية أو شركات متعددة الجنسيات لديها فروع أجنبية كلما تعرضت بصورة كبيرة لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، فكلما زادت مشاركة الشركة في الأسواق الخارجية الأجنبية وزادت المبيعات الأجنبية كلما زادت حساسية الشركة لتقلبات أسعار الصرف، وواجهت مزيداً من المنافسة الأجنبية مما يجعلها أكثر تعرضاً لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية. م- فيما يتعلق بنتيجة اختبار الفرض الخامس، وتحليل معامل الانحدار بالنسبة لاسراتيجيات التحوط للشركة، اتضح وجود تأثير سلبي معنوي لاستخدام الشركة لاسراتيجيات التحوط على مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (-٣.٧٩) عند مستوي معنوية (٠.٠٠٠) وهو أقل من ٠.٠٥، وهو ما يعني أن استخدام الشركة لاسراتيجيات التحوط لها تأثير سلبي ومعنوي على مخاطر التعرض لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية.

وبناء عليه فقد تم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل (H5)، والقائل بوجود تأثير سلبي ومعنوي لاسراتيجيات التحوط للشركة على تعرض الشركات المقيدة بالبورصة المصرية لمخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية.

وتتفق نتيجة الدراسة مع نتائج الدراسات السابقة (e.g., Bartram and Bodnar,

2007; Li et al., 2011; Tomanva, 2014; Prasad and Suprabha, 2015).

وتشير هذه النتيجة الي أن استخدام استراتيجيات التحوط يؤثر على تخفيض تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، حيث يتم استخدام التحوط المالي من خلال استخدام المشتقات

المالية والعقود الآجلة وغيرها من الأدوات المالية التي تخفف بشكل كبير من تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، وكذلك استخدام استراتيجيات التحوط التشغيلي مثل تنويع مصادر التوريد والمرونة في العمليات الانتاجية، والمرونة في قرارات التسعير والتسويق استجابة لتقلبات أسعار الصرف قد تقلل من تعرض الشركات لتلك المخاطر.

١٣-٣-٢ نتائج اختبار الفرض السادس:

استهدف هذا الفرض اختبار تأثير تعرض الشركة لمخاطر تقلبات أسعار الصرف على تكلفة رأس المال، وقد تم اختبار الفرض بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي البسيط وفقا للمعادلة التالية:

$$r_D = K_m(1 - T_c)$$

ويظهر الملحق رقم (2) نتائج التحليل الاحصائي لنموذج الدراسة الثاني. ويوضح الجدول رقم (٥) نتائج اختبار فرض الدراسة السادس:

جدول رقم (٥) نتائج اختبار الفرض السادس

متوسط تكلفة رأس المال WACC		المتغيرات المستقلة
مستوي المعنوية	قيمة المعامل	
٠.000	.607	Constant
٠.000	0.101	FXR Exposure
0.000		p-value
%52.8		Adjusted R Square

وتشير النتائج السابقة الي معنوية نموذج الانحدار (0.000) أي أقل من ٠.٠٠٥ بما يعكس صلاحية نموذج الدراسة لاختبار العلاقات محل الدراسة. كما بلغت قيمة R^2 المعدلة (٥٢.٨%) بما يعني أن القوة التفسيرية للنموذج (٥٢.٨%). ويتضح من الجدول السابق نتائج الفرض السادس الدراسة، من خلال تحليل معامل لانحدار لنموذج الدراسة، اتضح وجود تأثير إيجابي ومعنوي لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على تكلفة رأس المال

للشركة حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (٠.١٠١)، عند مستوي معنوية (0.000) وهو أقل من ٠.٠٥. بما يشير إلى أنه كلما زادت مخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية كلما زادت تكلفة رأس المال للشركة.

وبناء عليه فقد تم رفض فرض عدم وقبول الفرض البديل، والقائل بوجود "تأثير إيجابي ومعنوي لتعرض الشركات المقيدة بالبورصة المصرية لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على تكلفة رأس المال".

وتتفق نتيجة الدراسة مع نتائج الدراسات السابقة، Rios, 2009; Jaume and Tirado, 2014; Tabani, 2017; Kuchin et al., 2019 ; Azaberahman et al., 2021; Tai, (2022). وتشير نتيجة الدراسة الي انه مع زيادة عدم التأكد التي تواجه الشركات نتيجة تعرضها لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، في التقلبات الحادة في أسعار الصرف للدولار في ظل تحرير أسعار الصرف في مصر يقوم المستثمرون بتسعير تلك المخاطر، وتزداد علاوة مخاطر العملة التي يطلبها المستثمرون للتعويض عن مخاطر انخفاض العملة، مما يترتب عليه زيادة تكلفة رأس المال التي تتحملها الشركات.

١٣-٤ تحليل الحساسية:

لتقييم مدى قوة ومثانة Robustness نتائج التحليل الأساسي تم استخدام العينات الفرعية Split Samples للتعرف على مدى اختلاف مخاطر التعرض التشغيلي لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية باختلاف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة، وتأثير هذا الاختلاف على اختلاف تكلفة رأس المال للشركات وذلك اتساقاً مع عدة دراسات سابقة أوضحت اختلاف مخاطر التعرض التشغيلي لتقلبات أسعار باختلاف طبيعة وخصائص الصناعة التي تنتمي إليها الشركة (Miller and Reuer,1994; Schlens and Zaol, 2015; Tahir et al.,2022)، حيث تم الاعتماد على عينتين فرعيتين، العينة الأولى وهي الشركات التي تنتمي الي قطاع الأغذية والمشروبات، بينما تتمثل العينة الثانية في الشركات التي تنتمي الي قطاعات العقارات والمقاولات والانشاءات الهندسية ومواد البناء. وقد بلغ عدد المشاهدات للعينة الأولى ١٠٨ مشاهدة (شركة / سنة)، بينما بلغ عدد المشاهدات بالنسبة للعينة الثانية ١٣٢ مشاهدة (شركة / سنة). وقد تم اختيار هاتين العينتين لكبر حجم

كلا منهما وللاختلاف الكبير في طبيعة النشاط والصناعة لكل عينة منهما. واختبار مدي اختلاف مخاطر التعرض التشغيلي واختلاف تكلفة رأس المال بين كلا العينتين الفرعيتين تم استخدام اختبار T لعينتين مستقلتين مختلفتين في العدد (t-test for Equality of Independent Samples Test Means) باستخدام البرنامج الإحصائي IBM SPSS الاصدار رقم (26) (مينكا وكورزيجا، ٢٠٠٦).

ويوضح الجدول رقم (٦) نتائج تحليل الحساسية ومدى وجود اختلاف في مخاطر التعرض التشغيلي لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية وتكلفة رأس المال باختلاف نوع الصناعة التي تنتمي إليها الشركة على النحو التالي:

جدول رقم (٦) نتائج تحليل الحساسية

		t-test for Equality of Means			
	Sector	N	Mean	Sig. (2-tailed)	Mean Difference
Fxr exposure	اغذية ومشروبات	108	1.890870	.006	-2.3686967
	عقارات ومقاولات ومواد بناء	132	4.259566		-2.3686967
WACC	اغذية ومشروبات	108	.457409	.001	-.6067427
	عقارات ومقاولات ومواد بناء	132	1.064152		-.6067427

وتظهر نتائج التحليل الاحصائي في الملحق رقم (٢)، ويتضح من نتائج الاختبار الاحصائي لتحليل الحساسية وجود اختلاف معنوي بين مخاطر التعرض التشغيلي لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية بين قطاع الأغذية والمشروبات من ناحية، وقطاع العقارات والمقاولات ومواد البناء من ناحية أخرى حيث بلغت قيمة P-Value (0.006) وهي أقل من 0.05 مما يعني وجود اختلاف معنوي بين مخاطر التعرض بين كلا العينتين. وتأكيدا علي وجود الاختلاف يتضح أن متوسط التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية بالنسبة للشركات التي تعمل في قطاع الأغذية والمشروبات ١.٨٩ وهو يقل كثيرا عن متوسط التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية بالنسبة للشركات التي

تعمل في قطاع العقارات والمقاولات ومواد البناء حيث بلغ 4.26، ويمكن تفسير ذلك ان الشركات التي تعمل في قطاع العقارات ومواد البناء غالبا ما تقوم باستيراد المواد الخام ومستلزمات الإنتاج من الخارج مما يجعلها في حاجة دائمة إلي العملة الأجنبية مما قد يؤثر بصورة كبيرة علي التدفقات النقدية المتوقعة وكذلك نتائجها المالية المستقبلية وبالتالي تزيد درجة مخاطر التعرض لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية المرتبطة بتلك الصناعة. وتؤكد هذه النتائج على أن نوع الصناعة ونشاط الشركة يعتبر أحد المحددات لمخاطر التعرض لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية.

من ناحية اخري، أظهرت نتائج الاختبار الاحصائي وجود اختلاف معنوي بين تكلفة رأس المال بين قطاع الأغذية والمشروبات من ناحية وقطاع العقارات والمقاولات ومواد البناء حيث بلغت قيمة P-Value (0.001) وهي أقل من 0.05 مما يعني وجود اختلاف معنوي بين تكلفة رأس المال بين القطاعين، حيث اتضح من نتائج الاختبار الاحصائي للتحليل الإضافي أن متوسط تكلفة رأس المال بالنسبة للشركات التي تعمل في قطاع الأغذية والمشروبات 0.46 وهو يقل كثيرا عن متوسط التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية بالنسبة للشركات التي تعمل في قطاع العقارات والمقاولات ومواد البناء حيث بلغ 1.1، وتعد هذه النتيجة تدعيما لنتائج الفرض السادس للدراسة والتي أوضحت وجود تأثير إيجابي ومعنوي لتعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على تكلفة رأس مال الشركات، مما يفسر ارتفاع تكلفة رأس المال للشركات التي تنتمي لقطاع العقارات ومواد البناء مقارنة بالشركات التي تنتمي لقطاع الأغذية والمشروبات نظرا لارتفاع مخاطر التعرض لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية للشركات العاملة في مجال المقاولات ومواد البناء.

١٤ - نتائج البحث وتوصياته وأهم مجالات البحث المقترحة

استهدف البحث دراسة واختبار محددات التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، واختبار تأثير تلك المخاطر على تكلفة رأس المال للشركات، وذلك بالتطبيق على أحد أسواق رأس المال الناشئة وهو سوق رأس المال المصري خلال الفترة من ٢٠١٧ حتى ٢٠٢٢. ويمكن بلورة أهم نتائج البحث بشقيه النظري والتطبيقي على النحو التالي:

- يعرف التعرض لتقلبات أسعار الصرف exposure exchange rate بأنه مدى حساسية قيمة الشركة لتغيرات أسعار صرف العملات الأجنبية، وذلك من خلال تأثير عدم التأكد بشأن أسعار الصرف على التدفقات النقدية الحالية والمستقبلية من العمليات الأجنبية، وكذلك تأثير تحركات أسعار الصرف غير المتوقعة على القدرة التنافسية للشركات في الأسواق المحلية والأجنبية، وكذلك التأثير على القيم النسبية للأصول والالتزامات المقومة بالعملة الأجنبية، ومن ثم التأثير على إيرادات الشركات، وتكاليف المدخلات وفقا لطبيعة أنشطة التصدير والاستيراد.
- تنقسم أنواع التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية إلى ثلاثة أنواع هي مخاطر المعاملات، ومخاطر الترجمة، والمخاطر التشغيلية.
- تعرف مخاطر المعاملات Transaction Risk بأنها تأثير التغيرات غير المتوقعة في أسعار صرف العملات الأجنبية على التدفقات النقدية الحالية المرتبطة بالأصول أو الالتزامات المالية المقومة بعملة أجنبية ناتجة عن معاملات حقيقية.
- تنشأ مخاطر الترجمة Translation Risk نتيجة تحويل أو ترجمة القوائم المالية للفروع الأجنبية إلى عملة موحدة لإعداد قوائم مالية موحدة للشركة، وبالتالي إذا تغير أسعار صرف العملات الأجنبية منذ فترة التقرير السابقة، فسوف تتأثر بنود قائمة المركز المالي (الأصول والخصوم)، وكذلك بنود قائمة الدخل (الإيرادات والمصروفات والمكاسب والخسائر) المقومة بعملة أجنبية عند تحويلها بأسعار صرف محددة إلى العملة الأساسية أو المحلية في تاريخ مستقبلي محدد.
- بينما يقيس التعرض التشغيلي أو الاقتصادي Operation/ Economic Risk التغير في القيمة الحالية للشركة الناتج عن أي تغيير في التدفقات النقدية التشغيلية

المستقبلية للشركة بسبب التغير غير المتوقع لأسعار صرف العملات الأجنبية. ويتصف التعرض التشغيلي أو الاقتصادي بأن له تأثير طويل المدى على قيمة الشركة والتدفقات النقدية المستقبلية.

- عند مقارنة مخاطر التعرض التشغيلي أو الاقتصادي مع مخاطر المعاملات، يكون التعرض لمخاطر المعاملات محدد جيداً ويتعامل مع التغيرات في التدفقات النقدية الناتجة عن التزامات تعاقدية حالية بعملة أجنبية للشركة، بينما يرتبط التعرض التشغيلي بالتغيرات في التدفقات النقدية المستقبلية والتي لم يتم التعاقد عليها بعد نتيجة التقلبات في أسعار صرف العملات الأجنبية، وبالتالي التأثير على قيمة الشركة نتيجة التغيرات غير المتوقعة لأسعار صرف العملات الأجنبية.
- تتنوع استراتيجيات التحوط التشغيلية والمالية التي يمكن أن تستخدمها الشركات لإدارة التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، وذلك وفقاً لنوع التعرض، حيث يمكن إدارة مخاطر تعرض المعاملات من خلال التحوطات التعاقدية والتشغيلية والمالية. حيث تستخدم التحوطات التعاقدية العقود الآجلة والخيارات، بينما تتضمن استراتيجيات التحوط التشغيلية والمالية استخدام اتفاقيات تقاسم المخاطر، وإداره شروط الدفع والمقايضات. أما التعرض الاقتصادي أو التشغيلي طويل الأجل، فلا يمكن التعامل معه فقط من خلال استراتيجيات التحوط المالي، ولكنه يتطلب أيضاً تعديلات الاستراتيجيات التشغيلية طويلة الأجل، على سبيل المثال، اختيار وتنويع الأسواق واستراتيجيات المنتج. ومن ناحية أخرى، هناك مخاطر التعرض للترجمة والتي تنشأ من ترجمة القوائم المالية للفروع الأجنبية لإعداد تقارير مالية موحدة للشركة. وغالباً ما تستخدم الشركات ثلاث طرق متاحة لإدارة مخاطر التعرض للترجمة، الأولى تعديل تدفقات الأموال من خلال تغيير عملات التدفقات النقدية المخططة للشركة الأم أو الشركات التابعة لها لتقليل التعرض المحاسبي للعملة المحلية للشركة. وتتضمن الطريقة الثانية إبرام العقود الآجلة، وهو أسلوب التغطية الأكثر شيوعاً، حيث يتم إنشاء أصل أو التزام

مقابل للعملة الأجنبية. والطريقة الثالثة هي ادارة شبكة التعرض وبصفة خاصة للشركات متعددة الجنسيات التي لها مراكز بأكثر من عملة أجنبية أو اداره مراكز موازية بنفس العملة.

- استناداً للإطار النظري للبحث، تم اشتقاق فروض الدراسة، حيث تناول الفرض الأول اختبار تأثير حجم الشركة على تعرض الشركات المقيدة بالبورصة المصرية لمخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية. وقد تم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل (H1)، والقائل بوجود تأثير معنوي لحجم الشركة على تعرض الشركات المقيدة بالبورصة المصرية لمخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة. وتشير هذه النتيجة إلى أن الشركات صغيرة الحجم أكثر عرضة لمخاطر تقلبات أسعار الصرف مقارنة بالشركات كبيرة الحجم، ويرجع ذلك إلى أن الشركات كبيرة الحجم لديها الموارد المالية والبشرية التي تمكنها من استخدام استراتيجيات التحوط، مما يمكنها من ادارة مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف الأجنبية.
- أظهرت نتائج الدراسة التطبيقية، فيما يتعلق باختبار الفرض الثاني والقائل "بوجود تأثير معنوي سلبي لمركز سيولة الشركة على تعرض الشركات المقيدة بالبورصة المصرية لمخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية" قبول فرض العدم ورفض الفرض البديل (H2). مما يعني وجود تأثير سلبي غير معنوي لسيولة الشركة على مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية. تتفق نتيجة الدراسة مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة التي اشارت لوجود علاقة سلبية وان كانت غير معنوية بين درجة السيولة للشركة ومخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف الأجنبية.
- وبالنسبة للفرض الثالث، والقائل بوجود "تأثير معنوي لنسبة الرفع المالي للشركة على تعرض الشركات المقيدة بالبورصة المصرية لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية". فقد تم قبول فرض العدم ورفض الفرض البديل (H3)، مما

يعني وجود تأثير سلبي غير معنوي للرفع المالي الشركة على مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية. وتشير نتائج الدراسة الي العلاقة السلبية بين نسبة الرفع المالي ومخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية بالرغم من عدم معنوية العلاقة، إلا أنها ذات دلالة مهمة حيث تشير إلى أن الشركات التي لديها نسبة عالية من المديونية يكون لديها حافز أعلى للتحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف، لمواجهة مخاطر الإفلاس والأزمات المالية، وبالتالي يقل تعرضها لمخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية.

- وبالنسبة للفرض الرابع، والقائل بوجود "تأثير معنوي لمعاملات الشركة بعملة اجنبية على تعرض الشركات المقيدة بالبورصة المصرية لمخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية"، تم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل (H4). فقد أظهرت النتائج وجود تأثير إيجابي معنوي لدخول الشركة في معاملات بعملة أجنبية على مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية. وتتفق نتيجة الدراسة مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة، وتشير هذه النتيجة إلى أنه فكلما شاركت الشركة في معاملات بعملة أجنبية سواء عمليات استيراد وتصدير أو قروض بعملات أجنبية أو شركات متعددة الجنسيات لديها فروع أجنبية كلما تعرضت لمخاطر تقلبات أسعار الصرف بصورة كبيرة، فكلما زادت مشاركة الشركة في الأسواق الخارجية الأجنبية وزادت المبيعات الأجنبية كلما زادت حساسية الشركة لتقلبات أسعار الصرف، وواجهت مزيداً من المنافسة الأجنبية مما يجعلها أكثر تعرضاً لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية.

- وبالنسبة للفرض الخامس، والقائل بوجود "تأثير سلبي ومعنوي لاستراتيجيات التحوط للشركة على تعرض الشركات المقيدة بالبورصة المصرية لمخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية"، تم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل (H5). فقد اتضح من نتائج الدراسة وجود تأثير سلبي معنوي لاستخدام الشركة لاستراتيجيات التحوط على مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف

للعملات الأجنبية. وتتفق نتيجة الدراسة مع نتائج الدراسات السابقة. وتشير هذه النتيجة الي أن استخدام استراتيجيات التحوط يؤثر على تخفيض تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، حيث يتم استخدام التحوط المالي من خلال استخدام المشتقات المالية والعقود الآجلة وغيرها من الأدوات المالية التي تخفف بشكل كبير من تعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، وكذلك استخدام استراتيجيات التحوط التشغيلي مثل تنويع مصادر التوريد والمرونة في العمليات الانتاجية، والمرونة في قرارات التسعير والتسويق استجابة لتقلبات أسعار الصرف قد تقلل من تعرض الشركات لتلك المخاطر.

- وبالنسبة للفرض السادس، والفائل بوجود " تأثير إيجابي ومعنوي لتعرض الشركات المقيدة بالبورصة المصرية الشركات لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على تكلفة رأس المال"، تم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل (H6). فقد اتضح وجود تأثير إيجابي ومعنوي لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على تكلفة رأس المال للشركة، وتتفق نتيجة الدراسة مع نتائج الدراسات السابقة. وتشير نتيجة الدراسة الي أنه مع زيادة عدم التأكد التي تواجه الشركات نتيجة تعرضها لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، في التقلبات الحادة في أسعار الصرف للدولار في ظل تحرير أسعار الصرف في مصر يقوم المستثمرون بتسعير تلك المخاطر، وتزداد علاوة مخاطر العملة التي يطلبها المستثمرون للتعويض عن مخاطر انخفاض العملة، مما يترتب عليه زيادة تكلفة رأس المال التي تتحملها الشركات.

- ولتقييم مدى قوة ومثانة النتائج التي تم التوصل إليها من التحليل الأساسي، تم استخدام العينات الفرعية للتعرف على مدى اختلاف مخاطر التعرض التشغيلي لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، وتأثير هذا الاختلاف علي اختلاف تكلفة رأس المال للشركات، حيث تم الاعتماد علي عينتين فرعيتين، العينة الفرعية الاولى وهي الشركات التي تنتمي الي قطاع الأغذية والمشروبات، بينما تتمثل العينة

الفرعية الثانية في الشركات التي تنتمي الي قطاعات العقارات والمقاولات والانشاءات الهندسية ومواد البناء. واتضح من نتائج الاختبار الإحصائي للتحليل الإضافي وجود اختلاف معنوي بين مخاطر التعرض التشغيلي لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية بين قطاع الأغذية والمشروبات من ناحية وقطاع العقارات والمقاولات ومواد البناء من ناحية أخرى، فقد أظهرت النتائج الإحصائية ارتفاع متوسط التعرض لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية بالنسبة للشركات التي تعمل في قطاع العقارات والمقاولات ومواد البناء مقارنة بالشركات التي تعمل في قطاع الأغذية والمشروبات.

وتؤكد هذه النتائج على أن نوع الصناعة ونشاط الشركة يعتبر أحد المحددات لمخاطر التعرض لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية. كما أظهرت نتائج الاختبار الإحصائي للتحليل الإضافي وجود اختلاف معنوي بين تكلفة رأس المال بين القطاعين، حيث اتضح من نتائج الاختبار الإحصائي للتحليل الإضافي أن متوسط تكلفة رأس المال بالنسبة للشركات التي تعمل في قطاع العقارات والمقاولات ومواد البناء يرتفع بشكل معنوي عن متوسط تكلفة رأس المال للشركات التي تعمل في قطاع الأغذية والمشروبات. وتعد هذه النتيجة تدعيما لنتائج الفرض السادس للدراسة والتي أوضحت وجود تأثير إيجابي ومعنوي لتعرض الشركات لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على تكلفة رأس مال الشركات، مما يفسر ارتفاع تكلفة رأس المال للشركات التي تنتمي لقطاع العقارات ومواد البناء مقارنة بالشركات التي تنتمي لقطاع الأغذية والمشروبات نظرا لارتفاع مخاطر التعرض لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية للشركات العاملة في مجال المقاولات ومواد البناء.

- واستنادا الي ما توصلت اليه الدراسة من نتائج، يقدم الباحث التوصيات التالية:
- بالنسبة للشركات؛ ضرورة تبني استراتيجيات فعالة للتعامل مع التغيرات غير المتوقعة في أسعار صرف العملات الأجنبية، سواء من خلال استراتيجيات التحوط والتنويع الجغرافي لتعزيز قدرة الشركة على الاستمرار.
 - ينبغي على الشركات تطوير استراتيجيات لتقييم المخاطر المحتملة لتقلبات أسعار الصرف، مع الأخذ في الاعتبار تأثير السياسات النقدية والمالية للدولة على أسعار الصرف، وقرارات البنك المركزي بشأن أسعار الفائدة، والتحليل المستمر للسوق والوضع التنافسي، وتعزيز القدرة علي التكيف.
 - يتعين على الشركات إعادة تقييم علاقتها مع الموردين الأجانب بصورة مستمرة، والبحث عن مصادر بديلة للحفاظ على استدامة سلاسل التوريد في ظل تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية.
 - يتعين على مديري الشركات ادارة مخاطر التعرض الاقتصادي او التشغيلي، من خلال تعزيز شروط التصدير والاستيراد والمحافظة على الوضع التنافسي للشركة، والحد من مخاطر التدفقات النقدية بسبب انخفاض قيمة العملة المحلية، وفهم إجراءات وممارسات أفضل لرصد وإدارة ورقابة هذه المخاطر وتأثيرها على الأداء المالي للشركة. مع وضع إطار فعال لإدارة مخاطر تقلبات أسعار الصرف وتقييم تلك الاستراتيجيات بصورة مستمرة وتعديلها باستمرار.
 - يتعين على مديري الشركات الإفصاح عن مخاطر التعرض الاقتصادي او التشغيلي لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية كلما أمكن، وليس فقط الإفصاح عن مخاطر التعرض المحاسبي لتقلبات أسعار الصرف، بما يدعم ثقة المستثمرين وأصحاب رؤوس الأموال، مما ينعكس على انخفاض تكلفة رأس المال للشركات.
 - بالنسبة لمراجعي الحسابات؛ يجب إدراك المراجع للمخاطر التي تواجه الشركات نتيجة تعرضها لمخاطر تقلبات أسعار الصرف وبصفة خاصة مخاطر التعرض الاقتصادي او التشغيلي لما لها من تأثير على التدفقات النقدية المستقبلية للشركة وكذلك أرباح في

المستقبل ويجب علي مراجعي الحسابات الاخذ في الاعتبار الأنواع المختلفة من مخاطر التعرض لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية عند تقييم مدي قدرة الشركة علي الاستمرار في المستقبل.

- بالنسبة لجهات الاشراف والرقابة على سوق المال؛ ضرورة تطوير البنية التكنولوجية للمعلومات، من أجل توفير معلومات عن أسعار صرف العملات الأجنبية، بحيث يمكن للمستثمرين دمج المعلومات الجديدة في السوق بشكل فوري في تقييمهم للشركات، مما يدعم كفاءة سوق رأس المال. مع إمكانية تنظيم دورات تدريبية حول إدارة مخاطر التعرض لأسعار الصرف، تتضمن طرق تحديد وقياس ومعالجة مخاطر التعرض لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، وكيفية التعامل مع المشاكل العملية التي تواجه الشركات متعددة الجنسيات والشركات التي لديها ارتباطات وتعهدات بعملات أجنبية.

- بالنسبة للمستثمرين والمحللين الماليين؛ ضرورة اتباع نهج أكثر دقة في تحليل مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، بما يساعد على تسعير الأسهم بشكل أفضل واتخاذ قرارات استثمارية رشيدة تحافظ على ثروة المستثمرين وتجنبهم الخسائر المحتملة.

- بالنسبة للجهات المهنية؛ ضرورة العمل على تدعيم خبرة وامكانيات المهنيين للتعامل بصورة سليمة مع المعالجات المحاسبية الخاصة بأثار تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، من خلال تنظيم الدورات التدريبية وورش العمل والمؤتمرات بصورة دورية لاطلاع الممارسين علي المستجدات في المعايير والمعالجات المحاسبية ذات الصلة.

وأخيراً، تقترح الدراسة بعض المجالات للبحوث المستقبلية أهمها ما يلي:

- دراسة أثر مخاطر تغيرات أسعار صرف العملات الأجنبية على قدرة الشركات على الاستمرار.
- دراسة أثر مخاطر تغيرات أسعار صرف العملات الأجنبية على الأداء المالي للشركات.
- دراسة تأثير مخاطر التعرض لتقلبات أسعار الصرف على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- أثر استخدام البيانات الضخمة وتقنيات تحليل البيانات على إدارة مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية.
- دراسة الأثر الضريبي للتعدلات الاستثنائية لمعيار المحاسبة المصري رقم (١٣) الخاص بأسعار صرف العملات الأجنبية.

المراجع

أولا المراجع باللغة العربية:

- قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٤٧٠٦ لسنة ٢٠٢٢ بإضافة الملحق رقم (ج) لمعيار المحاسبة المصري رقم (١٣)، بعنوان "أثار التغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية". متاح علي: <http://alamiria.com/Sec/TashTxt?id=1rtkp8Txx0k>
- قرار رئيس مجلس الوزراء رقم (١٥٦٨) لسنة ٢٠٢٢. لإضافة ملحق(ب) لمعيار المحاسبة المصري رقم (١٣) بعنوان "أثار التغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية".
الجريدة الرسمية - العدد ١٦ مكرر (أ) متاح علي: <https://fra.gov.eg>
- قرار وزير الاستثمار رقم (١٦) لسنة ٢٠١٧، لإضافة ملحق(أ) لمعيار المحاسبة المصري رقم (١٣) بعنوان "أثار التغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية". متاح علي:
<http://alamiria.com/Sec/TashTxt?id=1rtkp8Txx0k>
- معيار المحاسبة المصري رقم (١٣) بعنوان " أثار التغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية " متاح علي: https://asa.gov.eg/Page.aspx?id=5_1119
- مينكا، ادوار، وكورزيجا، زوريان. ٢٠٠٦. الاحصاء في الادارة مع التطبيق علي الحاسب الآلي، تعريب سرور علي ابراهيم سرور، دار المريخ للنشر.

ثانيا المراجع الأجنبية:

- Adler, M. and Dumas, B. (1984). Exposure to Currency Risk: Definition and Measurement. **Financial Management**. 13(2): 41-50.
- Ariff, M., and Zarei, A. (2022). Are domestic firms exposed to similar currency risk as international trading firms? . **International Journal of Banking and Finance**.17(2): 25-56.
- Agnihotri, A. and Arora, S. (2021). Asymmetric exchange rate exposure and its determinants: Analysis of the emerging market firms. **Corporate Ownership and Control**.18(2): 154-161.
- Bae, C., Kwon, H. and Park, R. (2018). "[Managing exchange rate exposure with hedging activities: New approach and evidence](#). **International Review of Economics & Finance**. 53(C):133-150.
- Barth, E., Konchtchki, Y. and Landsman, R., (2005). Cost of capital and earnings transparency. **Journal of Accounting and Economics**55(2): 206-224.
- Bartram, M. (2007). What Lies Beneath: Foreign Exchange Rate Exposure, Hedging and Cash Flows . **Journal of Banking and Finance**. 32(8):1508-1521.
- Bartram, S. and Bodnar, G. (2007). The exchange rate exposure puzzle. **Managerial Finance**. 33(9): 642-666.
- Belghitar, Y., Ephraim, C., Vincent, D. and Salma, M. (2021). [The effect of exchange rate fluctuations on the performance of small and medium sized enterprises: Implications for Brexit](#). **The Quarterly Review of Economics and Finance**.80(C): 399-410.
- Bertomeu, J., Beyer, A. and Dye, A. (2011). Capital structure, cost of capital, and voluntary disclosures. **The Accounting Review** 86(3): 857-886.
- Bodnar, G. and Gentry, W. (1993). Exchange rate exposure and industry characteristics: evidence from Canada, Japan, and the USA. **Journal of International Money and Finance**.12(1): 29-45.

- Bodnar, G. and marston, C.(2014). exchange rate exposure: a simple model. in Global Risk Management: financial, operational and insurance strategies. **International Finance Review**.107-115.
- Botosan, A. (2006). Disclosure and the cost of capital: what do we know? **Accounting and Business Research** 36(1): 31-40.
- Domingueza, K. and Tesar, L. (2006). Exchange rate exposure. **Journal of International Economics** 68:188 – 218.
- Doval,E. (2018). The Cost of Capital and Financial Risk from Investors' Perspective. **Review of General Management**. 27(1):90-103.
- El-Masry, A. and Omneya, A. (2007). The exchange rate exposure of UK non-financial companies. **Managerial Finance**.33 (9): 620-641.
- Hargrave, M. (2023). Weighted Average Cost of Capital (WACC) Explained with Formula and Example. available online at: <https://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp>.
- Guidara, A., Khlif, H. and Jarboui, A. (2014). Voluntary and timely disclosure and the cost of debt: South African evidence. **Accountancy Research** 22(2): 149-164.
- He, J. and Ng, L. (1998). The foreign exchange exposure of Japanese multinational corporations. *Journal of Finance*.(53): 733-753.
- Hishamuddin A., Obiyathulla I., Norhazlina I., Ahmad M., Nurul A.(2022).An Assessment of Currency Exposure of Non-Financial Firms in Asean-4: Insights using the Stock Returns and Cash Flow Methodologies. **Asian Economic and Financial Review** 12(12):1002-1026.
- Jacobs, M.T. and Shivdasani, A. (2012). Do You Know Your Cost of Capital? **Harvard Business Review**. available online at: <https://hbr.org/2012/07/do-you-know-your-cost-of-capital>.
- Jaume,C., and Tirado M. (2014). "Risk disclosure and cost of equity: The Spanish case. **Accounting and Management**. 59(4):105-135.

- Jorion, P. (1990). The Exchange-Rate Exposure of U.S. Multinationals. **The Journal of Business**. 63(3),:331-345.
- Karadagli, E. (2015) . Economic exposure of emerging market firms. **Actual Problems of Economics** 166(4):67-74.
- Koroma, S., Jalloh, A. and Squire, A. (2023). An Empirical Examination of the Impact of Exchange Rate Fluctuation on Economic Growth in Sierra Leone. **Journal of Mathematical Finance**.13: 17-31.
- Kuchin, I., Elkina, M. and Dranev, Y. (2019). The Impact of Currency Risk on the Value of Firms in Emerging Countries. **Journal of Corporate Finance Research**. 13(1): 7-27.
- Li, J., Yih, L. and Cheng, H. (2011). The impacts of unexpected changes in exchange rate on firms' value: Evidence from a small open economy. **African Journal of Business Management**. 5(7): 2786-2793.
- Martin, D., Madura, J. and Akhigbe, A. (1999). Economic Exchange Rate Exposure of U.S.-Based MNCs Operating in Europe. **The Financial Review**. 34(2):21-36.
- Mathieson, G. and Peter, M. (1998). Company Value and Economic Currency Risk: An empirical study of UK-listed Importers and Exporters. Retrieved from: <https://era.ed.ac.uk/>.
- McClure, B. (2021). Investors Need a Good WACC. available online at: www.investopedia.com/articles/fundamental/03/061103.
- Miller, D. and Reuer, J. (1994). Firm Strategy and Economic Exposure to Foreign Exchange Rate Movements. Working Papers. Retrieved from: <http://docs.lib.purdue.edu/ciberwp/93>.
- [Min, Y. and Yang, O. \(2019\)](#). The impact of exchange volatility exposure on firms' foreign-denominated debts. **Management Decision**.57(11): 3035-3060.
- Molele, M. and Petersen, J. (2020). Emerging market currency risk exposure: evidence from South Africa. **The Journal of Risk Finance**. 21(2): 159-179.

- Moore, D. S., Notz, W. I, and Flinger, M. A. (2013). The basic practice of statistics (6th ed.). New York, NY: W. H. Freeman and Company. Available at:
- https://www.westga.edu/academics/research/vrc/assets/docs/tests_of_significance_notes.pdf
- Muller, A. and Verschoor, C. (2007). [Asian foreign exchange risk exposure](#), **Journal of the Japanese and International Economies**.21(1):16-37.
- [Okika C., Francis, N., and Greg, O. \(2018\). Effect of Exchange Rate Fluctuation on Firm Profitability: Evidence from Selected Quoted Conglomerates in Nigeria. International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences, 8\(12\): 1073–1090.](#)
- OSHO, A., and FAGBAMILA, A. (2022). Exchange Rates Fluctuations, Economic Factors and Financial Performance Evaluation of Multinational Companies in Nigeria . **Business Administration and Business Economics**.18(5). Retrieved from <https://dj.univ-danubius.ro/index.php/AUDOE/article/view/1937>.
- Pakdelan, S., Azarberahman, A. and Azarberahman, J. (2021). Does Risk Disclosure Affect Firm's Cost of Capital?. **International Journal of Management, Accounting and Economics**.8 (11):816-837.
- Prasad, K., Suprabha, K. (2015). Measurement of Exchange Rate Exposure: Capital Market Approach versus Cash Flow Approach. **16th Annual Conference on Finance and Accounting. Procedia Economics and Finance**.25:394-399.
- Rios, D. (2009). [Exchange rate regimes, globalization, and the cost of capital in emerging markets](#). **Emerging Markets Review**.10(4): 311-330.
- Qing, H., Liu, J. and Zhang, C. (2021). Exchange Rate Exposure and Its Determinants in China. [China Economic Review, Elsevier](#). 65(C):1-19.

- Rashid, A., Muneeb, A. and Karim, M. (2022). The exports–exchange rate volatility nexus in Pakistan: do financial constraints and financial development matter? . **International Journal of Emerging Markets**. 17(10): 2676-2701.
- Saker, S., Aldamen, H., Abouelhemdiat, S. and Abu Hassira, E. (2015). Information risk and cost of debt in emerging markets: Evidence from Qatar”, **Asian Journal of Business and Accounting** 8(1): 39-63.
- Saidi, L., Muthalib, A., Adam, P., Rumbia, W. and Sani, L. (2021). Exchange Rate, Exchange Rate Volatility and Stock Prices: An Analysis of the Symmetric and Asymmetric Effect Using ARDL and NARDL Models. **Australasian Accounting, Business and Finance Journal** 15(4):179-190.
- Setiawanta, Y., Utomo, D., Ghozali, D., and Jumanto, J. (2020). Financial Performance, Exchange Rate, and Firm Value: The Indonesian Public Companies Case. **Organizations and Markets in Emerging Economies**.11(2): 348-366.
- Shim, I., Kalemli-Özcan,S. and Liu, X.(2020).Exchange Rate Fluctuations and Firm Leverage. *IMF Economic Review*.69:90-121.
- Shokry, N. (2017). The impact of exchange rate changes on sectoral activity: The case of Egypt. Master’s Thesis, the American University in Cairo. AUC Knowledge Fountain. Retrieved from: <https://fount.aucegypt.edu/etds/688>.
- Simakova, J. (2017). The Impact of Exchange Rate Movements on Firm Value in Visegrad Countries. **ACTA UNIVERSITATIS AGRICULTURAE ET SILVICULTURAE MENDELIANAE BRUNENSIS**.65(6):2105-2111.
- Tabani, A. (2017). The Effect of Financial Risk on the Cost of Capital. **International Journal of Management and Commerce Innovations**.5(1):532-543.

- Tahir, M, Ibrahim, H. , Khan, B. and Ahmed, R. (2022). Foreign earnings repatriation: the effect of exchange rate volatility and the risk of expropriation. **Journal of Economic and Administrative Sciences** Emerald Publishing Limited 1026-4116 DOI 10.1108/JEAS-04. available on Emerald Insight at: <https://www.emerald.com/insight/1026-4116.htm>
- Tai, C. (2022). On resolving exchange rate exposure puzzle: evidence from Chinese stock market. **Managerial Finance**. 48 (1): 1-26.
- Thirunavukkarasu, A. (2006). Exchange Rate Fluctuation and Firm Value Analysis of Emerging Market Multinationals. Retrieved from: <https://core.ac.uk/>.
- Tomanová, L. (2014). Exchange Rate Exposure and its Determinants: Evidence on Hungarian Firms. **European Financial and Accounting Journal**.9(2):47-65.
- Uhuru, B. (2014). The Effect of Foreign Exchange Rate Fluctuation on The Financial Performance of Motor Vehicle Firms in KENYA. Retrieved from: <http://erepository.uonbi.ac.ke/>.
- Waithera, K. (2018). Effect of Foreign Exchange Risk Exposure on Performance of Donor Funded Non-Profit Organizations. A Case of Compassion International KENYA. Retrieved from: <https://erepo.usiu.ac.ke/>.
- Williams, H. (2018) . An Empirical Investigation Of The Impact Of Exchange Rate Fluctuations On The Performance Of Selected Listed Firms In Nigeria. **Journal of Business Management and Economic Research** .2(3):1-10

ملاحق البحث

ملحق رقم (١) عينة البحث

الشركة	الشركة
٣٦- دلتا للأشياء والتعمير - DCRC	١- النصر لتصنيع الحاصلات الزراعية
٣٧- عامر جروب	٢- المصرية للنواجن
٣٨- مرسيليا المصرية الخليجية للاستثمار العقاري	٣- العامة للصوامع والتخزين
٣٩- مصر الجديدة للسكان والتعمير	٤- الإسماعية الوطنية للصناعات الغذائية
٤٠- الإسكندرية لتداول الحاويات	٥- الإسماعية مصر للنواجن
٤١- القناة للتوكيلات البحرية	٦- جبهة للصناعات الغذائية
٤٢- المصرية لخدمات النقل والتجارة	٧- المنصورة للنواجن
٤٣- الإسكندرية للغزل والسيج	٨- الزيوت المستخلصة ومنتجاتها
٤٤- العربية لحليج الاقطان	٩- الدلتا للسكر
٤٥- العربية وبولفار للغزل والسيج	١٠- الشركة إيسترن كومباني
٤٦- النصر للملابس والمنسوجات	١١- الصناعات الغذائية العربية نومي
٤٧- جولدن كنكس للأصواف	١٢- العربية لمنتجات الألبان باندا
٤٨- دايس للملابس الجاهزة	١٣- القاهرة للنواجن
٤٩- العامة لاستصلاح الأراضي والتنمية والتعمير	١٤- القاهرة للزيوت والصابون
٥٠- التعمير والاستثمارات الهندسية	١٥- إينديكا للصناعات الغذائية
٥١- المصريون للاستثمار والتنمية العمرانية	١٦- أجواء للصناعات الغذائية
٥٢- الجيزة العامة للمقاولات والاستثمار العقاري	١٧- مطاحن ومخابز الإسكندرية
٥٣- أكرو مصر للشدات والسقالات المعدنية	١٨- مطاحن شرق الدلتا
٥٤- العامة لمنتجات الخزف والصيني	١٩- (AMES) الإسكندرية للخدمات الطبية المركز الطبي الجديد
٥٥- العربية للأسمت	٢٠- (AXPH) الإسكندرية للأدوية والصناعات الكيماوية
٥٦- العربية للمحابس	٢١- (BIOC) -٢١- جلاكسو سميثكلين
٥٧- (ECAP) -٥٧- عز لسيراميك والبورسلين	٢٢- (ISPH) -٢٢- ابن سينا فارما
٥٨- جنوب الوادي للأسمت	٢٣- العربية للأدوية والصناعات الكيماوية
٥٩- أبو بكر للأسمدة	٢٤- القاهرة للأدوية
٦٠- سيك للتعدن	٢٥- (PHAR) -٢٥- المصرية الدولية للصناعات الدوائية
٦١- الألمنيوم العربية	٢٦- (NIPH) -٢٦- النيل للأدوية والصناعات الكيماوية
٦٢- البويات والصناعات الكيماوية باكين	٢٧- شركة مستشفى كليوباتر - CLHO
٦٣- الصناعات الكيماوية المصرية	٢٨- الشمس للسكان والتعمير
٦٤- حديد عز	٢٩- الغربية الإسلامية للتنمية العمرانية (GIHD)
٦٥- سعاد مصر- إيجيپت	٣٠- اعمار مصر للتنمية

٣١- الخليجية الكندية للاستثمار العقاري العربي (CCRS)	٦٦- سيدني كير للبتروكيماويات
٣٢- الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقاري	٦٧- العز الدخيلة للصلب - الاسكندرية (IRAX)
٣٣- القاهرة للإسكان والتعمير (ELKA)	٦٨- كتر الزياد للمبيدات والكيماويات (KZPC)
٣٤- المجموعة المصرية العقارية (AREH)	٦٩- مصر لإنتاج الأسمدة- موبكو
٣٥- المصريين للإسكان والتنمية والتعمير (EHDR)	٧٠- مصر للألومنيوم

ملحق رقم (٢) نتائج الاختبار الإحصائي

الإحصاءات الوصفية

Descriptive Statistics: FXR exposure, size, Quick, Lev, hedging, foreign transaction**Statistics****Descriptives****Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
size	421	14.00000	25.03243	20.2318627	2.29547643
Quick	421	.06550	54.16027	2.9130082	6.28639468
lev	421	.00912	3.39078	.5095339	.35060902
Foreign transaction	421	0	1	.71	.454
hedging	421	0	1	.36	.480
FXR exposure	421	.00027	66.08395	4.1758656	9.20974101
WACC	421	.00065	6.32100	1.0293604	1.27996696
Valid N (listwise)	421				

Correlations

		size	Quick	lev	foreigntransaction	hedging	FXRexposure	WACC
size	Pearson Correlation	1	-.235	.160	.018	.042	-.219	-.089
	Sig. (2-tailed)		.000	.001	.715	.396	.000	.068
	N	421	421	421	421	421	421	421
Quick	Pearson Correlation	-.235	1	-.238	-.163	-.092	.049	.004
	Sig. (2-tailed)	.000		.000	.001	.058	.321	.931
	N	421	421	421	421	421	421	421
lev	Pearson Correlation	.160**	-.238**	1	.012	-.101*	-.074	-.042
	Sig. (2-tailed)	.001	.000		.809	.038	.131	.387
	N	421	421	421	421	421	421	421
foreigntransaction	Pearson Correlation	.018	-.163**	.012	1	.281**	.141**	.144**
	Sig. (2-tailed)	.715	.001	.809		.000	.004	.003
	N	421	421	421	421	421	421	421
hedging	Pearson Correlation	.042	-.092	-.101*	.281	1	-.143	-.051
	Sig. (2-tailed)	.396	.058	.038	.000		.003	.295
	N	421	421	421	421	421	421	421
FXRexposure	Pearson Correlation	-.219	.049	-.074	.141**	-.143	1	.127
	Sig. (2-tailed)	.000	.321	.131	.004	.003		.000
	N	421	421	421	421	421	421	421
WACC	Pearson Correlation	-.089	.004	-.042	.144**	-.051	.127**	1
	Sig. (2-tailed)	.068	.931	.387	.003	.295	.000	
	N	421	421	421	421	421	421	421

نتائج التحليل الإحصائي للنموذج الأول للدراسة

Regression Equation

$$\text{FXR.exposure} = 20.10 - 0.821 \text{ size} - 0.0004 \text{ Quick} - 1.66 \text{ Lev} + 4.077 \text{ f. transactions} - 3.786 \text{ hedging}$$

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square
1	0.397	0.321	0.271

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3780.285	5	756.057	9.835	.000 ^b
	Residual	31826.375	414	76.875		
	Total	35606.660	419			

a. Dependent Variable: FXRexposure

b. Predictors: (Constant), hedging, size, lev, foreigntransaction, Quick

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	20.236	4.056		4.989	.000
	size	-.826	.193	-.206	-4.272	.000
	Quick	-.002	.073	-.001	-.022	.982
	lev	-1.640	1.276	-.062	-1.285	.199
	foreigntransaction	4.043	.995	.199	4.063	.000
	hedging	-3.791	.938	-.198	-4.043	.000

a. Dependent Variable: FXR. exposure

نتائج التحليل الاحصائي للنموذج الثاني للدراسة

Regression Equation

$$\text{WACC} = 0.6073 + 0.10106 \text{ FXR.exposure}$$

Variables Entered/Removed

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	FXRexposure ^b	.	Enter

a. Dependent Variable: WACC

b. All requested variables entered.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.727 ^a	.529	.528	.87968842

a. Predictors: (Constant), FXRexposure

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	363.849	1	363.849	470.179	.000 ^b
	Residual	324.244	419	.774		
	Total	688.092	420			

a. Dependent Variable: WACC

b. Predictors: (Constant), FXRexposure

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.607	.047		12.899	.000
	FXRexposure	.101	.005	.727	21.684	.000

a. Dependent Variable: WACC

نتائج تحليل الحساسية**Group Statistics**

	Sector	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
fxreposure	اغذية ومشروبات	108	1.890870	3.6056857	.3469573
	عقارات ومقاولات ومواد بناء	132	4.259566	8.8282713	.7713296
WACC	اغذية ومشروبات	108	.457409	.3854948	.0370943
	عقارات ومقاولات ومواد بناء	132	1.064152	1.3104651	.1144959

Independent Samples Test

		Levene's Test for Equality of Variances F		t-test for Equality of Means t			Mean Difference	Std. Error Difference
		Sig.	df	Sig. (2-tailed)	Difference			
fxreposure	Equal variances assumed	30.350	.000	-2.614	237	.010	-2.3686967	.9062787
	Equal variances not assumed			-2.801	179.025	.006	-2.3686967	.8457711
WACC	Equal variances assumed	72.255	.000	-4.647	237	.004	-.6067427	.1305613
	Equal variances not assumed			-5.041	156.626	.0001	-.6067427	.1203548