

تأثير الإفصاح عن تقرير ادارة مخاطر سعر الصرف على قرار
الاستثمار فى الاسهم

إعداد

د/ أسماء محمد ابراهيم عبد الرازق

مدرس المحاسبة

بالمعهد العالى للعلوم الادارية المتقدمة والحاسبات

٢٠٢٥م - ١٤٤٦هـ

الملخص

يعد قياس وإدارة مخاطر سعر الصرف أمراً بالغ الأهمية للحد من المخاطر التي قد تتعرض لها الشركات من تقلبات اسعار صرف العملات الأجنبية، والتي قد تؤثر سلباً على هوامش الربح وقيم الأصول. وتعرض هذه الورقة البحثية تعريف لمخاطر سعر صرف العملات الأجنبية والانواع التقليدية لمخاطر سعر الصرف التي تواجهها الشركات وهي مخاطر المعاملات و مخاطر الترجمة والمخاطر الاقتصادية. كما تعرض مدخل القيمة المعرضة للمخاطر VAR باعتباره الأسلوب السائد حالياً لقياس مخاطر سعر صرف . بالإضافة الى ذلك تحدد الورقة البحثية استراتيجيات التحوط ضد مخاطر سعر الصرف الملائمة لكل نوع من انواع مخاطر سعر الصرف، واطار تشغيلي لافضل ممارسات ادارة مخاطر سعر الصرف ، والمعايير المحاسبية التي تناولت اثار التغيرات في سعر صرف العملات الأجنبية، بالإضافة الى تحليل العلاقة بين ادارة مخاطر سعر الصرف واثارها على اداء وقيمة الشركة ومن ثم اتخاذ قرار الاستثمار.

المقدمة:

منذ اواخر القرن الماضي، اعتمدت الشركات بشكل متزايد على إطار عمل إدارة مخاطر المشروع (ERM). ويُعدّ هذا الإطار مدخلاً شاملاً لإدارة المخاطر، حيث يتم اختبار مدى التعرض لجميع انواع المخاطر بشكل متكامل ضمن محفظة استثمارية واحدة. وتُمكن رؤية محفظة إدارة مخاطر المشروع (ERM) الإدارة من إدراك الترابط بين المخاطر وفوائد التحوط الطبيعي. اذ يتغلب إطار عمل إدارة مخاطر المشروع على عيوب المدخل التقليدي لإدارة مخاطر المشروع ، والذي يتم فيه ادارته مخاطر كل نوع من انواع المخاطر على حدة. ويقتصر فيه دور مدير ادارة المخاطر بالشركات على شراء التأمين والمشتقات للتحوط من المخاطر المالية. وفي المقابل تتضمن إدارة مخاطر المشروع (ERM) فئات أكثر من المخاطر، مثل المخاطر الاستراتيجية، ومخاطر السمعة، ومخاطر عدم الالتزام، والمخاطر التشغيلية. ومع تنوع المخاطر في محفظة مخاطر الشركة، يجب ان تتبنى الشركات اطار إدارة مخاطر المشروع. كما تُساعد إدارة مخاطر المشروع الشركات على إدارة المخاطر في حدود قدرتها على تحمل المخاطر (Yun,2023; Iswajuni et al.,2018).

وتعد ادارة مخاطر سعر الصرف جزء لا يتجزء من قرارات كل شركة فيما يتعلق بقضية التعرض لمخاطر العملة الأجنبية، وللتخفيف من تأثير تقلبات اسعار الصرف يمكن للشركات متعددة الجنسيات استخدام استراتيجيات ادارة المخاطر ليس فقط من خلال المشتقات المالية ولكن ايضاً من خلال التحوط التشغيلي^(١) حيث وجد(Allayannis et al 2001) ان الاعتماد على التحوط التشغيلي مع مشتقات العملات الأجنبية يزيد من قيمة الشركة. وتسمح

(١) استخدمت دراسة(Allayannis et al 2001) اربع مؤشرات للتحوط التشغيلي للشركة ١- عدد البلدان التي تعمل فيها ، ٢- عدد المناطق الاقليمية التي تقع فيها، ٣-التشتت الجغرافي لشركاتها التابعة عبر البلدان، ٤-التشتت الجغرافي لشركاتها التابعة عبر المناطق الاقليمية (قسم العالم إلى عشر مناطق: اتفاقية التجارة الحرة لأمريكا الشمالية (نافتا)، وأوروبا، وأوروبا الغربية ، وآسيا المتقدمة، ودول آسيوية أخرى، وأوروبا الشرقية، وأمريكا الوسطى والجنوبية، وأفريقيا، والشرق الأوسط، وجنوب شرق آسيا).

استراتيجيات التحوط ضد مخاطر العملة بالقضاء على أو الحد من هذه المخاطر. كما تتطلب فهما للطرق التي يمكن ان تؤثر فيها مخاطر اسعار الصرف على عمليات الوكلاء الاقتصاديين واساليب التعامل مع تداعيات المخاطر المترتبة عليها. وغالبا ما يكون اختيار استراتيجية التحوط المناسبة مهمة شاقة نظراً للتعقيدات المرتبطة بدقة قياس التعرض الحالي للمخاطر وتحديد المستوى الملائم من التعرض للمخاطر الذي ينبغي تغطيته. كما تعتبر قضية ادارة مخاطر العملة للشركات غير المالية مستقلة عن اعمالها الأساسية، وعادة ما يتم التعامل معها من خلال ادارة الخزينة بالشركة. وتشكل معظم الشركات متعددة الجنسيات لجانا لادارة المخاطر تشرف على استراتيجية ادارة الخزينة في ادارة مخاطر سعر الصرف (وسعر الفائدة)، مما يشير الى الاهمية التي تعطيها الشركات لقضية ادارة المخاطر واساليبها (Papaioannou, 2006).

وقد ظهرت الحاجة الى ادارة مخاطر العملات بعد انهيار نظام بريتون ووردز Bretton Woods system ونهاية ربط الدولار الأمريكي بالذهب عام ١٩٧٣ (Papaioannou, 2006). وعقب التعويم الشامل للعملات الرئيسية في أوائل عام ١٩٧٣، حيث أظهر الدولار تقلبات غير مسبوقة في ثمانينيات القرن الماضي. مما ادى الى زيادة أهمية أسعار الصرف في التأثير على الأسعار المحلية، بما في ذلك أسعار الأسهم، علاوة على ذلك، جعلت الزيادة الكبيرة في حركة التجارة العالمية ورأس المال من قيمة العملة أحد العوامل الرئيسية المحددة لربحية الشركات وأسعار الأسهم. وقد ساعدت هذه التطورات على زيادة الاهتمام بربط سعر الصرف بأسعار الأسهم (Kim, 2003). اذ تؤثر تغيرات أسعار الصرف بشكل مباشر على القدرة التنافسية للشركات الدولية، نظراً لتأثيرها على أسعار المدخلات والمخرجات. وبشكل أساسي، تؤثر تقلبات أسعار الصرف الأجنبي على قيمة الشركة، نتيجة تآثر التدفقات النقدية المستقبلية للشركة بتقلبات أسعار الصرف الأجنبي (Agrawal et al., 2010).

ولذلك فمع تزايد الترابط بين اقتصاديات العالم، بفضل التقدم التكنولوجي وتحرير التجارة، أصبح التعرض لمخاطر أسعار الصرف " المعروفة أيضاً بمخاطر العملة " واقعاً لا مفر منه للمستثمرين والشركات. وينشأ هذا الخطر في الأساس من تقلبات أسعار الصرف، ويمكن أن يؤثر بشكل كبير على عوائد الاستثمارات، ليس فقط للشركات العاملة في الأسواق الدولية، ولكن أيضاً للشركات المحلية المتأثرة بالتكامل العالمي للأسواق (Bonga & Mpoha, 2023). فنجد ان ارتفاع قيمة العملة له تأثير سلبي وإيجابي على سوق الأوراق المالية^(٣) في كل من الدول التي تهيمن على التصدير والدول التي تهيمن على الاستيراد، ويمكن أن تؤثر أسعار الصرف على أسعار الأسهم ليس فقط للشركات متعددة الجنسيات والشركات المصدرة، ولكن أيضاً للشركات المحلية (Oskooee & Diftar, 2023; Saha, 2016; Cakan & Ejara, 2013).

^٢ تتمثل مخاطر العملة الناشئة من تقلب القيمة العادلة أو التدفقات النقدية المستقبلية لأداة مالية بسبب التغيرات في سعر الصرف الأجنبي (IASB, 2005).

^(٣) من ناحية ينظر المستثمرون الى ان العملة الاعلى قيمة على انها تكون نتيجة لاقتصاد قوي، مما يجنب المزيد من المستثمرين الأجانب. وهذا بدوره يؤثر إيجاباً على أداء سوق رأس المال. ومن ناحية اخرى قد يكون العكس صحيحاً، حيث قد يؤثر ارتفاع قيمة العملة سلباً على أداء سوق رأس المال. ويرجع ذلك إلى أن ارتفاع قيمة العملة المحلية، بالنسبة للشركات المصدرة، سيؤدي إلى فقدانها قدرتها التنافسية السعرية في الأسواق الأجنبية، مما يؤدي إلى انخفاض مبيعاتها وارباحتها، وهو ما يؤدي في النهاية إلى انخفاض أسعار أسهمها (Diftar, 2023).

بالنسبة للشركات متعددة الجنسيات، ستؤدي التغيرات في أسعار الصرف إلى تغيير فوري في قيمة عملياتها الخارجية، بالإضافة إلى تغيير مستمر في ربحية عملياتها الخارجية، وهو ما ينعكس على قوائم الدخل. لذلك، قد تؤثر التغيرات في القيمة الاقتصادية للعمليات الخارجية للشركة على أسعار الأسهم. ويمكن أن تتأثر الشركات المحلية أيضًا بتغيرات أسعار الصرف، إذ قد تستورد جزءًا من مدخلاتها وتصدر مخرجاتها. على سبيل المثال، يؤدي انخفاض قيمة العملة المحلية إلى زيادة تكلفة المدخلات المستوردة وانخفاض تكلفة المخرجات المُصدّره بالنسبة للشركة. وبالتالي، سيؤثر انخفاض قيمة العملة إيجابيًا على شركات التصدير ويزيد دخل هذه الشركات، مما يؤدي إلى زيادة أسعار أسهمها. وبالتالي، فإن فهم هذه العلاقة سيساعد المستثمرين المحليين والدوليين على التحوط وتنويع محافظهم الاستثمارية (Agrawal et al., 2010).

وتؤثر أسعار الصرف الأجنبي على الشركة بشكل رئيسي بطريقتين: (١) من خلال المعاملات المقومة بعملة مختلفة عن العملة الوظيفية للشركة؛ و(٢) ترجمة حسابات الشركات التابعة إلى عملة إعداد التقارير الخاصة بالشركة الأم عندما تكون عملتها الوظيفية مختلفة (Zhao, 2022). وبالرغم من أن مخاطر الشركات وإدارتها تعد قضية معقدة بطبيعتها. إلا أنه بدون إطار سليم للإفصاح عن إدارة المخاطر، لن يتمكن المستثمرين من تقييم المخاطر المتعلقة بتوقعاتهم لتدفقاتهم النقدية، أو تقييم عواقب استراتيجية إدارة المخاطر التي تنطبقها الشركة. كما يؤدي الإفصاح الاختياري عن المخاطر إلى انخفاض عدم تماثل المعلومات، وتكلفة رأس المال، وزيادة قيمة الشركة (Jankensgård et al., 2014). حيث أشار (Zhao, 2022) إلى أن الإفصاح عن مكاسب وخسائر المعاملات بعملة أجنبية وتسويات الترجمة في علاقاتها بقيمة الشركة تعكس جودة ممارسات إدارة مخاطر العملات الأجنبية.

وبذلك نجد أن تقلبات العملة تخلق عدم تأكد وتغير في قرارات هيكل رأس المال، كما تؤثر مكاسب وخسائر سعر الصرف بموجب معيار المحاسبة الدولي IAS21 على نسبة الديون إلى الملكية. فالشركات التي لديها ديون مقومة بعملة أجنبية يمكن لمكاسب سعر الصرف أن تؤدي إلى انخفاض نسبة الديون إلى الملكية مما يجذب المستثمرين للاستثمار في الشركة والعكس صحيح (Mansour, 2024). وبالتالي سيؤثر إفصاح الشركات عن إدارة مخاطر سعر الصرف كما هو موضح بالملحق (١) على اتخاذ قرار الاستثمار.

وبذلك تظهر مشكلة الورقة البحثية من حقيقة أن سعر صرف العملات الأجنبية يعد من أهم العوامل المالية والاقتصادية التي تؤثر على قيمة الشركة وتدفقاتها النقدية. وقد بدء تقلب أسعار العملات نتيجة لانخفاض أسعار الصرف الثابتة في سبعينيات القرن الماضي. وقد أدى الاعتماد على أنظمة الصرف العائم في العديد من الدول والتوسع السريع في التجارة الدولية إلى زيادة تقلبات أسعار الصرف. ويساهم تأثير سعر الصرف على أسعار مدخلات

^٤ يمكن أن تحدث معاملات العملات الأجنبية بعدة طرق؛ على سبيل المثال، ١- تقوم الشركة بشراء أو بيع سلع أو خدمات بعملة أجنبية، أو ٢- بسداد أو تحصيل قروض بعملة أجنبية، ويؤثر تقلب سعر الصرف بشكل مباشر على حسابات المستحقات وحسابات المدفوعات وقت سداد المعاملة ويتم التقرير عن أرباح أو خسائر المعاملات في قائمة الدخل، مما يؤثر على أرباح الشركة وتدفقاتها النقدية المستقبلية (Zhao, 2022).

ومخرجات الانتاج في تحديد قيمة الشركات وقدرتها التنافسية الدولية. وبذلك يلعب تقلب سعر الصرف دورا اساسيا في القرارات التي يتخذها المستثمرون فيما يتعلق باغتنام فرص الاستثمار (khan, 2019). مما أدى الى التساؤل حول تأثير ادارة والتحوط ضد مخاطر سعر الصرف على اتخاذ قرار الاستثمار في الاسهم.

وبذلك تستهدف هذه الورقة بلورة أهمية ادارة والتحوط ضد مخاطر سعر صرف العملات الاجنبية والافصاح عنها وتأثير ذلك على قرارات المستثمرين بالاستثمار في أسهم الشركة.

وتتبع أهمية هذه الورقة اكااديمياً من خلال تصديها لقضية بحثية هامة الا وهى تأثير ادارة مخاطر سعر الصرف على قرار الاستثمار في الاسهم. حيث نال موضوع مخاطر تغيرات اسعار صرف العملات الاجنبية اهتمام الباحثين وهيئات وضع المعايير المحاسبية ومهنة المحاسبة. ولادارة مخاطر سعر الصرف المتصلة في عمليات الشركات تحتاج الشركات لتحديد نوع التعرض الحالى لمخاطر العملة وقياسه واستراتيجية التحوط والادوات المتاحة للتعامل مع هذه المخاطر (Papaioannou, 2006) ، اذ يكون لمخاطر العملات تأثير هام على اسواق راس المال، بحيث يمكن أن تؤثر بشكل كبير على تقييم الاستثمارات الدولية وربحية الشركات متعددة الجنسيات وايضاً الشركات المحلية. وفي ظل العولمة ، فانه غالباً ما تستورد الشركات المواد من الخارج وتبيع منتجاتها في دول متعددة، ويمكن أن تؤدي التغيرات في أسعار الصرف إلى تباينات في هياكل التكاليف والإيرادات، مما يؤثر على الربحية الإجمالية للشركات (Bonga & Mpoha, 2023) . وبذلك اصبحت العلاقة بين عوائد الأسهم وأسعار الصرف محل اهتمام الاقتصاديين. ويرجع ذلك لما لهم من دور هام في التأثير على تطور اقتصاد أي بلد. بالإضافة إلى ذلك، كثيراً ما استُخدمت العلاقة بين عوائد الأسهم وأسعار صرف العملات الأجنبية في التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية لكل منهما من قبل المستثمرين. كما ان الزيادة المستمرة في حركة التجارة العالمية ورأس المال جعلت أسعار الصرف أحد العوامل الرئيسية المحددة لربحية الشركات وأسعار الأسهم (Kim 2003)، وبالتالي قرار الاستثمار في اسهم الشركات.

ويقف وراء هذه الورقة العديد من الدوافع، ففي السنوات الأخيرة، نتيجةً لتزايد التنوع الدولي، وارتباط عوائد الأسواق، والإلغاء التدريجي لحواجز تدفق رأس المال وقيود الصرف الأجنبي، أو اعتماد ترتيبات أكثر مرونة لأسعار الصرف في البلدان الناشئة والبلدان التي تمر بمرحلة انتقالية ومن ضمنها جمهورية مصر العربية، أصبح هناك ترابط كبير بين سوق الاوراق المالية وسوق العملات. وقد أدت هذه التغيرات إلى زيادة تنوع فرص الاستثمار، فضلاً عن تقلب أسعار الصرف ومخاطر قرارات الاستثمار وعملية تنويع المحافظ الاستثمارية. واعتماداً على النظرية الاقتصادية التي تشير إلى أن تغيرات أسعار الصرف الأجنبي يمكن أن يكون لها تأثير مهم على سعر السهم من خلال التأثير على التدفق النقدي والاستثمار وربحية الشركات (Agrawal et al, 2010)، مما أدى الى اهمية اختبار العلاقة بين ادارة مخاطر سعر الصرف وقرار الاستثمار في الاسهم.

وفيما يتعلق بحدود الورقة، فانها تقتصر على استخلاص ما انتهت اليه الاصدارات المهنية والدراسات السابقة بشأن ادارة مخاطر سعر الصرف واثارها على قيمة واداء وربحية الشركات ومن ثم اتخاذ قرار الاستثمار فى الاسهم.

وتحقيقاً لهدف هذه الورقة البحثية سوف تعتمد الباحثة على المنهج التحليلي الانتقادي لاهم الدراسات السابقة والاصدرات المهنية ذات الصلة بمخاطر سعر الصرف وقياسها وادارتها وتأثيرها على قيمة واداء الشركات واسعار اسهمها ومن ثم اتخاذ قرار الاستثمار فى الاسهم، لذلك تم تقسيم المتبقى منها الى المحاور التالية:

المحور الاول: تعريف وانواع وقياس مخاطر سعر الصرف.

المحور الثانى: اهمية ادارة مخاطر سعر الصرف كجزء من استراتيجية ادارة المخاطر بالشركة.

المحور الثالث: اثار التغيرات فى سعر صرف العملات الاجنبية من منظور محاسبى.

المحور الرابع: تحليل العلاقة بين الإفصاح عن ادارة مخاطر سعر الصرف وقيمة واداء الشركة و اتخاذ قرار الاستثمار فى اسهم الشركة

المحور الخامس: خلاصة الورقة ومجالات البحث المستقبلية.

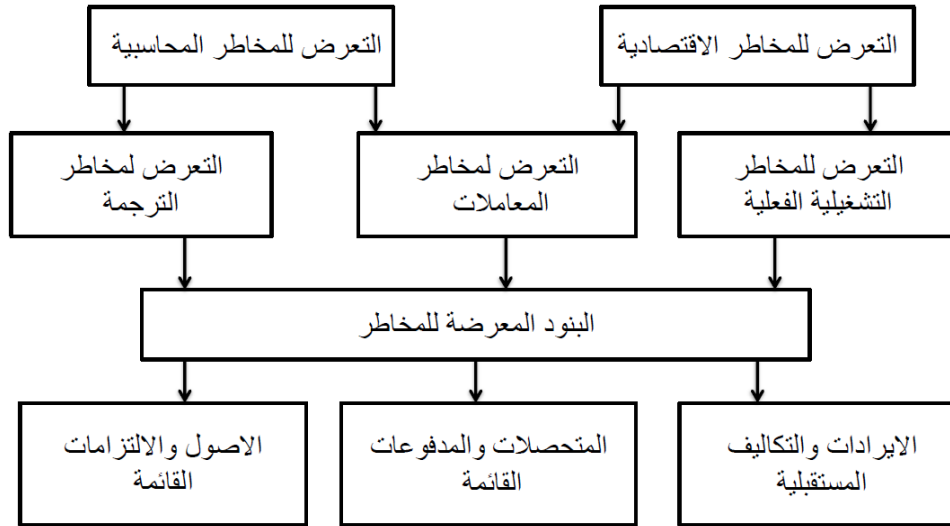
١-تعريف وانواع وقياس مخاطر سعر الصرف

يرتبط التعريف الشائع لمخاطر سعر الصرف بتأثير التغيرات غير المتوقعة لسعر الصرف على قيمة الشركة (Papaioannou,2006 as cited in Madura, 1989). وتعرف تحديداً بأنها الخسارة المباشرة المحتملة (كنتيجة للتعرض للمخاطر التي لم يتم التحوط لها) او الخسارة غير المباشرة فى التدفقات النقدية للشركة، واصولها، والتزاماتها، وصافى ارباحها، وبالتالي القيمة السوقية للاسهم الناتج من تغير سعر الصرف. كما عرف (Jacqu,1981) مخاطر سعر صرف الأجنبي بشكل عام على أنها التقلبات الإضافية التي تواجهها الشركات متعددة الجنسيات في أرباحها المجمعة من جميع أنحاء العالم والتي تنتج عن التقلبات غير المتوقعة في أسعار العملات. كما اشار (Dhanani 2003) الى مخاطر سعر الصرف بالاضاع التي تحدث فيها التقلبات فى اسعار صرف العملة تغييراً فى الاداء المالى للشركات الذى يتم قياسه من خلال القوائم المالية التقليدية و/ او التدفقات النقدية للشركات. وفرق (Adler and Dumas 1984) بين مخاطر العملة currency risk والتعرض لمخاطر العملة ، حيث استخدم الباحثان مصطلح المخاطر للإشارة الى تقلبات اسعار الصرف بدون اى اثار محددة على الشركات, بينما اشار للتعرض لمخاطر سعر الصرف باحداث تغير فعلى فى الاداء المالى للشركة نتيجة تقلبات سعر الصرف.

وتشارك الشركات متعددة الجنسيات فى اسواق العملات بحكم عملياتها الدولية . ولقياس تأثير تقلبات اسعار صرف العملات الاجنبية على الشركات التى تجرى معاملات مقومة بعملات اجنبية اى قياس القيمة المعرضة للمخاطر VAR المقدرة من تقلبات سعر الصرف. فانه يجب تحديد انواع المخاطر التى تتعرض لها الشركات ومقدرها Papaioannou

(2006). وعرضت الدراسات (Papaioannou, 2006; Prasad & Suprabha, 2015; Dhanani, 2003; Brown, 2001; Aabo, 2001) الانواع الرئيسية الثلاث لمخاطر سعر الصرف كما هو موضح بالشكل التالي:

شكل (١) انواع مخاطر سعر الصرف



المصدر: Rahnema(1990)

مخاطر المعاملات Transaction risk : وهى فى الاساس مخاطر التدفق النقدى، وتتعلق بتأثير تقلبات اسعار الصرف على تعرض حسابات المعاملات المتعلقة بالمتحصلات (عقود التصدير) او المدفوعات (عقود الاستيراد) او اعادة توزيعات الارباح للشركة الام للمخاطر. اذ يؤدي اى تغيير فى سعر الصرف العملة الاجنبية المقومة بها اى من هذه العقود الى تحمل الشركات مخاطر معاملات سعر صرف مباشرة.

مخاطر الترجمة Translation risk : وهى فى الاساس مخاطر سعر الصرف بقائمة المركز المالى التى ترتبط بتغيرات سعر الصرف عند تقييم الشركات التابعة الاجنبية ومن ثم اعداد الميزانية العمومية الموحدة للشركة الام وشركاتها التابعة. وعادة ما تقاس مخاطر الترجمة بمدى تعرض صافى الاصول لمخاطر التغيرات المحتملة فى سعر الصرف. ويمكن اجراء الترجمة اما بسعر الصرف فى نهاية الفترة او متوسط سعر الصرف لتلك الفترة وذلك وفقاً للقوانين واللوائح المطبقة على الشركة الام. وبينما تترجم قوائم الدخل عادة بمتوسط سعر الصرف خلال الفترة، فانه غالباً ما تترجم الميزانية العمومية المعرضة لمخاطر تغير سعر الصرف فى شركاتها التابعة الاجنبية بسعر الصرف السائد عند اعداد الميزانية العمومية الموحدة.

المخاطر الاقتصادية (او التشغيلية) Economic risk : تعكس بشكل اساسى المخاطر التى تتعرض لها القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية من الانشطة التشغيلية للشركة والناجمة من التغيرات فى سعر الصرف. اذ تتعلق المخاطر الاقتصادية بتأثير تغيرات فى سعر الصرف على الايرادات (المبيعات المحلية والصادرات) والمصروفات التشغيلية (تكلفة

المدخلات المحلية والواردات). وبذلك تنطبق المخاطر الاقتصادية عادة على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية من الأنشطة التشغيلية للشركة الام وشركاتها التابعة الاجنبية.

وتعتبر المخاطر الاقتصادية أحياناً امتداداً لمخاطر المعاملات، التي تمتد لتشمل التدفقات النقدية التي لم تتحقق بعد، إلا أنها تختلف عنها في جانب أساسي فقد يكون لتقلبات أسعار الصرف طويلة الأجل تأثير أكبر على التدفقات النقدية المستقبلية، إذ يمكنها في الواقع تغيير قدرة الشركات على توليد هذه التدفقات النقدية من خلال التأثير على مستوى مبيعاتها وأسعارها وتكاليف مدخلاتها. وقد تتعرض القيم الإجمالية للشركات للخطر إلى الحد الذي لا تُعوّض فيه التغيرات المرتبطة بسعر الصرف في التدفقات النقدية بالتغيرات المقابلة في أسعار السلع (التضخم). بعبارة أخرى، فإن المخاطر الاقتصادية تعد دالة في تقلبات أسعار الصرف الحقيقية^(٥).

كما يعد قياس الانواع الثلاث لمخاطر سعر الصرف أمراً ضرورياً في قرارات ادارة مخاطر سعر الصرف التي تتخذها الشركة. فقد يكون قياس مخاطر العملة صعباً على الأقل فيما يتعلق بمخاطر الترجمة والمخاطر الاقتصادية. وفي الوقت الحالي وفقاً لـ Papaioannou (2006) يعد نموذج القيمة المعرضة للمخاطر VAR احد الاساليب شائعة الاستخدام. ويمكن تعريف القيمة المعرضة للخطر VAR بانها اقصى خسارة من التعرض لخطر معين خلال فترة زمنية محددة بنسبة ثقة %z. ويمكن استخدام منهجية القيمة المعرضة للمخاطر VAR لقياس انواع مختلفة من المخاطر مما يساعد الشركة في ادارة مخاطرهما.

وتخلص الباحثة مما سبق الى انه يمكن تعريف مخاطر سعر الصرف بانها التغير في أرباح الشركة بسبب التغيرات غير المتوقعة في أسعار صرف العملات الأجنبية بالنسبة لعملةها المحلية ، كما ان تحديد الانواع المختلفة لمخاطر العملة الى جانب قياسها يعد امرا اساسيا لوضع استراتيجية ادارة مخاطر العملات.

٢-اهمية ادارة مخاطر سعر الصرف كجزء من استراتيجية ادارة المخاطر بالشركة

المخاطر أمرٌ لا يمكن للمؤسسات تجنبه. وتنشأ المخاطر نتيجةً لظروف عدم التاكيد وتركز إدارة المخاطر على فهم المخاطر واتخاذ الإجراءات المناسبة لمواجهتها (Iswajuni et al.,2018). فقد اصدرت لجنة (COSO,2004)^(٦) الاطار المتكامل لادارة مخاطر المشروع والذي عرف إدارة مخاطر المشروع (ERM) بأنها عملية يتأثر بها مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية وجميع العاملين في الشركة ، وتطبق لوضع استراتيجية الشركة، وتهدف إلى تحديد الأحداث المحتملة التي قد تؤثر على الشركة ، وإدارة المخاطر في ضوء مستوى الخطر المقبول للشركة ، للحصول على توكيد معقول بشأن تحقيق الشركة لاهدافها (Bertinetti et al.,2013) كما عرف معيار ISO 31000 إطار إدارة المخاطر بأنه "مجموعة من المكونات التي تُشكّل الأسس والترتيبات التنظيمية لتصميم وتنفيذ ومراقبة ومراجعة والتحسين المستمر لادارة المخاطر في الشركة (Faisal et al.,2021). وفقاً لـ

^(٥) يتم تعريف أسعار الصرف الحقيقية على أنها أسعار الصرف الاسمية المعدلة وفقاً للمستوى العام للأسعار.

^(٦) Organization of the Treadway Commission the Committee of Sponsoring

(^٧) Nocco & Stulz (2006) فإن إدارة المخاطر المشروع هي عملية تحديد وتقييم وإدارة المخاطر الفردية (على سبيل المثال، مخاطر العملة، ومخاطر أسعار الفائدة، ومخاطر السمعة، والمخاطر القانونية) ضمن إطار منسق واستراتيجي.

وبدأت الشركات باعطاء أهمية كبيرة لآطار إدارة مخاطر المشروع (ERM)، ويرجع تزايد الاهتمام بآطار إدارة مخاطر المشروع الى ظهور العديد من الأمور التي تؤثر على أداء أعمال الشركة بشكل مباشر أو غير مباشر والتي من ضمنها نفاط الضعف الاقتصادية، والمخاطر الجيوسياسية(^٨)، والضغوط المجتمعية والسياسية، والهشاشة البيئية، وعدم الاستقرار التكنولوجي (Faisal et al., 2021). ومع تحول الدافع وراء إدارة المخاطر من مجرد شراء التأمين و/أو الامتثال للوائح. الى ان أصبح تطبيق نظام إدارة مخاطر المشروع يمثل استراتيجية الشركة التي تهدف الى خلق القيمة لأصحاب المصالح في الشركة (Faisal et al., 2021). ، فوفقاً لـ (COSO, 2020) تم تعريف إدارة مخاطر المشروع (ERM) بأنها الثقافة والقدرات والممارسات المتكاملة مع استراتيجية الشركة وأدائها، والتي تعتمد عليها المنظمات لإدارة المخاطر وخلق القيمة وتحقيقها والحفاظ عليها.

ولقد سعت بعض الدول لاصدار لوائح تتعلق بتطبيق آطار إدارة مخاطر المشروع. على سبيل المثال، تنص الفقرة ٤٠٤ من قانون ساربينز-أوكسلي لعام ٢٠٠٢ على إجراء تقييم شامل للمخاطر، يشمل تحديد المخاطر الجوهرية في القوائم المالية. وقد توصل Hege et al (2021) الى ان الاصلاحات في معايير حوكمة الشركات التي تمت وفقاً لقانون ساربينز أوكسلي (٢٠٠٢) أدت الى زيادة التحوط من خلال المشتقات وقللت من التعرض لمخاطر سعر الصرف الأجنبي. وفي عام ٢٠٠٤، طبقت بورصة نيويورك قواعد جديدة لحوكمة الشركات تلزم لجان المراجعة في الشركات المدرجة في البورصة بان تزيد من أنشطة الرقابة على المخاطر (Faisal et al., 2021). وفي أكتوبر ٢٠٠٨، نصّ برنامج إغاثة الأصول المتعثرة (^٩) (TARP)، الصادر عن قانون الاستقرار الاقتصادي في حالات الطوارئ (^{١٠}) (EESA) بهدف مساعدة المؤسسات المالية المتعثرة، على إلزام الشركات المشاركة باثبات أن برامج مكافآت المديرين التنفيذيين لديها لا تشجع على المخاطرة. وفي مايو ٢٠٠٩، نصّ قانون حقوق المساهمين (^{١١}) على حتمية إنشاء الشركات العامة لجان مستقلة لإدارة المخاطر، تتألف بالكامل من مديرين مستقلين يتولون مسؤولية وضع وتقييم ممارسات إدارة المخاطر. وفي فبراير ٢٠١٠، اصدرت هيئة الاشراف والرقابة على تداول الاوراق المالية SEC قواعد جديدة لتحسين الإفصاح المتعلق بالمخاطر في القوائم المالية السنوية، وخاصة فيما يتعلق بالعلاقة بين سياسات المكافآت في الشركة وممارسات إدارة المخاطر وهيكل مجلس الإدارة. كما استهدفت ايضا وكالات التصنيف الائتماني إدارة

(^٧) As cited in Anton (2018)

(^٨) تشير المخاطر الجيوسياسية إلى حالات عدم التاكيد والاضطرابات المحتملة في العلاقات الدولية والسياسة والأمن العالمي، والتي قد تؤثر على الاستقرار الاقتصادي والأسواق المالية. وتنشأ هذه المخاطر من عوامل مختلفة، بما في ذلك النزاعات (المسلحة)، والنزاعات التجارية، والتوترات الدبلوماسية، وعدم الاستقرار السياسي، والإرهاب. فقد توصل Hossain et al (2024) الى وجود تأثير سلبي للمخاطر الجيوسياسية (الصراع الروسي الأوكراني الذي حدث منذ ٢٤ فبراير ٢٠٢٢) على سعر صرف العملات، وأسواق الاوراق المالية.

(^٩) Troubled Asset Relief Program

(^{١٠}) Emergency Economic Stabilization Act

(^{١١}) Shareholder Bill of Rights

مخاطر المشروع، فمنذ عام ٢٠٠٧، أدرجت ستاندرد آند بورز (S&P) تصنيف إدارة المخاطر كعامل رئيسي في تصنيفها العام لشركات التأمين (Bertinetti et al., 2013). اذ يعمل تطبيق اطار ادارة مخاطر المشروع الى زيادة قيمة الشركة (Anton, 2018; Iswajuni et al., 2018; Bertinetti et al., 2013) ويؤدي لانخفاض التقلبات في عوائد الاسهم (Eckles et al., 2014)، ويؤدي الى انخفاض تكلفة راس المال (Berry- Stolzle & Xu, 2016)، كما يؤدي لانخفاض مخاطر التخلف عن السداد (Lundqvist & Vilhelmsson, 2018).

كما اشار (Rahnema, 1990) الى ان الاستراتيجية الفعالة لادارة مخاطر سعر الصرف ينبغي ان تتضمن الخطوات التالية: ١-تحديد وتعريف التعرض للمخاطر، ٢-تحديد اهداف برنامج ادارة المخاطر، ٣-تصميم استراتيجية تشغيلية وتنظيم لتحقيق هذه الاهداف. الا ان برامج ادارة مخاطر سعر الصرف الاجنبى لدى معظم الشركات تفتقر الى المنهج المتناسك والسليم نظريا لمعالجة هذا الخطر. ووضع (Papaioannou, 2006) اطار عمل تشغيلي لافضل الممارسات لادارة مخاطر سعر الصرف يتضمن ما يلي:

أ-تحديد انواع مخاطر سعر الصرف التى تتعرض لها الشركة وقياس مدى التعرض لهذه المخاطر.

ب-وضع استراتيجية لادارة مخاطر سعر الصرف ويجب ان تحدد هذه الاستراتيجية اهداف التحوط ضد مخاطر العملة للشركة، وما اذا كان ينبغي التحوط كلياً او جزئياً ولماذا. كما ينبغي وضع مدخل مفصل للتحوط ضد مخاطر العملة. ومن الضروري ان توضح الشركة استراتيجية ادارة مخاطر العملة بشكل مفصل على المستوى التشغيلي، بما فى ذلك عملية تنفيذ التحوط ضد مخاطر العملة وادوات التحوط المستخدمة و اجراءات الرقابة على التحوط ضد مخاطر العملة.

ج-انشاء وحدة مركزية فى ادارة الخزينة بالشركة للتعامل مع الجوانب العملية لتنفيذ التحوط ضد مخاطر العملات. وتكون هذه الوحدة مسئولة عن التنبؤ بأسعار الصرف، اليات مدخل التحوط، الاجراءات المحاسبية المتعلقة بمخاطر العملة، تكاليف التحوط ضد مخاطر العملة، وضع معايير مرجعية لقياس اداء التحوط ضد مخاطر العملة.

د-وضع مجموعة من الضوابط لرقابة مخاطر سعر الصرف بالشركة والتأكد من اتخاذ مركز مناسب للعملات الاجنبية foreign exchange position. وتشمل بذلك وضع حدود لمركز العملة الاجنبية لكل اداة تحوط، ومراقبة مركز العملة الاجنبية من خلال تقييمات القيمة العادلة (سعر السوق) لكل مراكز العملات على اساس يومى (او خلال اليوم)، ووضع معيار مرجعي للتحوط ضد مخاطر العملة للرقابة الدورية على اداء التحوط (عادة شهرياً).

هـ-انشاء لجنة لرقابة المخاطر وتختص هذه اللجنة بفرض حدود لمركز العملة الاجنبية الذى تتخذه الشركة. واختبار مدى ملائمة ادوات التحوط، واوضاع القيمة المعرضة للمخاطر VAR المرتبطة بيها، ومراجعة سياسة ادارة المخاطر بصورة منتظمة.

ويعتبر التحوط أداة مهمة في إدارة مخاطر سعر الصرف للشركات متعددة الجنسيات. ووفق Rahnema (1990) بين الطرق التقليدية لإدارة مخاطر سعر الصرف أو ما تسمى بالمعاملات داخل الميزانية on-balance-sheet وهي الاقراض والاقتراض محلياً ودولياً، و السداد أو التحصيل المعجل أو المتأخر Leading or Lagging للمدفوعات والمتحصلات، والمقابلة ^(١٢) matching، والادوات المالية خارج الميزانية off-balance-sheet وخاصة العقود الاجلة والمستقبلية والخيارات والمقايضات والتي تستخدم بشكل متزايد كادوات لإدارة مخاطر سعر الصرف. فوفقاً لدراسة مسحية أجرتها الجمعية الدولية للمقايضات والمشتقات ^(١٣) (ISDA) عام ٢٠٠٩، فإن ٩٤٪ من أكبر ٥٠٠ شركة في العالم تستخدم أدوات المشتقات المالية لإدارة مخاطر أعمالها ومخاطرها المالية والتحوط لها. وتنص نظرية تعظيم قيمة المساهمين على أن الشركات تقوم بأنشطة تحوط لتقليل التكاليف المختلفة الناتجة عن التقلبات في التدفقات النقدية. وبالتالي، يمكن للتحوط أن يخلق قيمة للمساهمين من خلال عدت طرق. أولاً، يلعب التحوط دوراً مهماً في خفض الضرائب. ثانياً، يمكن ان يقلل التحوط من تكاليف الازمة المالية حيث يمكن للتحوط أن يقلل من تقلب أرباح الشركات المتوقعة، وبالتالي يقلل من تكاليف الازمة المالية. ثالثاً يمكن للتحوط معالجة مشكلة نقص الاستثمار underinvestment، حيث تزداد أهمية التحوط المالي إذا كانت تكلفة التمويل الخارجي أعلى من تكلفة التمويل الداخلي. إذ يعمل التحوط المالي على تحسين توفيق التدفقات النقدية الخارجة مع التدفقات النقدية الداخلة، مما يمكن الشركات التي تستخدمه من الحصول على تمويل داخلي كافٍ للاستثمار في مشاريع ذات صافي قيمة حالية موجبة، رابعاً، يمكن للتحوط التخفيض من مشاكل عدم التماثل في المعلومات، وزيادة القدرة على سداد الديون (Bachiller et al,2021; Luo & Wang,2018; ; Li et al,2014; Clarka & Mefteh, 2010). إلا انه من ناحية أخرى يمكن لبرامج إدارة المخاطر المالية باستخدام مشتقات العملات الاجنبية أن تقلل من قيمة الشركة إذا كانت تهدف فقط إلى خدمة المصالح الذاتية للإدارة حيث تُستخدم لأغراض المضاربة مما يزيد من التعرض للمخاطر (Bachiller et al,2021; Li et al,2014). ويوضح الشكل التالي تصنيف لادوات التحوط

شكل (٢) تصنيف لادوات التحوط

تصنيفات التحوط في الدراسات الأكاديمية	التحوط المالي	التحوط التشغيلي
تصنيفات التحوط في القوائم المالية	المشتقات المالية	التحوط الطبيعي
أمثلة	العقود المستقبلية، والخيارات، والمقايضات.	الديون بالعملة الاجنبية
		التنوع الجغرافي للعملات عبر مناطق الانتاج وتوريد والمبيعات، والمقابلة بين المستحقات الاجنبية والمدفوعات الاجنبية

• المصدر: (Döhring (2008)

^(١٢) يعادل الاصول والالتزامات المقومة بكل عملة.

^(١٣) International Swaps and Derivatives Association (ISDA)

كما تناولت الدراسات (Dhanani, 2003; Lee et al., 2001; Mumoki, 2009; Prasad & Suprabha, 2015) ادوات ادارة مخاطر سعر الصرف والتحوط ضد كل نوع من انواع مخاطر سعر الصرف.

فيمكن تخفيض مدى التعرض لمخاطر المعاملات من خلال التحوط . ويستخدم العديد من الادوات للتحوط ضد مخاطر المعاملات. وتتضمن الادوات المالية مثل الخيارات والعقود المستقبلية والمقايضات للعملة وغير المالية مثل التحوط الطبيعي والقروض الموازية وعملة الفاتورة التي يمكن توظيفها لادارة مخاطر المعاملات (Prasad & Suprabha, 2015). كما اشار (Dhanani, 2003; Lee et al., 2001) الى اهمية إدارة الخزينة المركزية central treasury departments والتي تعتبر الوسيلة الأكثر فعالية للرقابة على مخاطر العملات وتنسيقها وإدارتها من جانب الشركة الأم. اذ تعمل إدارات الخزينة المركزية كبنوك داخلية، والذي من خلاله تتحوط الشركات التابعة من مخاطرها. اذ يتيح هذا النظام للشركات جني فوائد فرص المقاصة، وتحقيق وفورات الحجم في المعاملات الكبيرة، بالإضافة إلى تجميع وتقاسم الموارد المحدودة من الخبرة والتجربة في إدارة المخاطر. كما قد يشجع النظام المركزي موظفي الخزينة على تطوير مهارات متخصصة في إدارة المخاطر.

وفي هذا السياق هدفت دراسة (Mumoki (2009 إلى تحليل الاستراتيجيات والتقنيات التي تستخدمها البنوك في كينيا لإدارة مخاطر سعر الصرف الأجنبي. وتوصلت الدراسة الى استخدام البنوك في كينيا للعديد من الاستراتيجيات لإدارة مخاطر سعر الصرف الأجنبي والتي تتضمن التحوط الطبيعي، والمشاركة في المعاملات الفورية، والتنويع، وتقاسم المخاطر، وإصدار الفواتير بالعملات القوية، والمقاصة، والقروض الموازية (القرض المتبادل)، والديون المقومة بالعملة الأجنبية، والعقود الآجلة، والمستقبلية، وخيارات العملة الأجنبية، وتعجيل وتأخير السداد. كما عرضت دراسة (Ito et al (2016 اربع ادوات تستخدمها الشركات اليابانية في ادارة مخاطر سعر الصرف الا وهي ١-اختيار عملة الفاتورة، ٢- استراتيجية مراجعة الاسعار pricing (pass through) strategy ٣-التحوط التشغيلي (التنوع الخارجي)، والمقاصة marry/netting من خلال مقابلة المستحقات الاجنبية مقابل المدفوعات الاجنبية) ٤- التحوط المالي (من خلال المشتقات المالية).

ويتم التحوط ضد تعرض لمخاطر الترجمة (او الميزانية العمومية) بصورة غير منتظمة وغير متكررة. نظرا لان الامر يتعلق الى حد كبير بالجهات التنظيمية التي تصدر السياسات المحاسبية التي تتبعها الشركة. كما لا تعطى الشركات الاولوية لهذا النوع من التعرض للمخاطر لانه لا يؤثر على التدفق النقدي (Prasad & Suprabha, 2015; Papaioannou (2006). حيث اشار (Dhanani (2003 الى أنه لا ينبغي لمديري الشركات إدارة مخاطر ترجمة أسعار الصرف، لأنها تتعلق بالتقرير الخارجي عن الأحداث الماضية، وليس لها أي آثار ذات أهمية على التدفقات النقدية المستقبلية، وبالتالي على القيمة السوقية للشركات. علاوة على ذلك، قد يؤثر استخدام استراتيجيات مثل الديون المقومة بالعملة الأجنبية^(١٤) ومشتقات العملات لإدارة مخاطر ترجمة اسعار الصرف سلبيا على القيمة السوقية

^(١٤) إن استخدام الديون بالعملة الأجنبية يعوض التدفقات النقدية الأجنبية الداخلة الناتجة عن مبيعات وإيرادات الشركة في بلد أجنبي عن طريق خلق تدفقات نقدية أجنبية خارجة، وهو ما يسمى بالمقابلة او التحوط الطبيعي (Kim et al., 2020).

للشركات، فعلى سبيل المثال، يؤدي استخدام المشتقات لخلق حالة من التاكيد بشأن الميزانية العمومية إلى نقل التقلبات من الميزانية العمومية إلى التدفقات النقدية للشركة، لأن التحوط يُنشئ أصلًا (أو التزامًا) نقديًا لا يوجد له مقابل نقدي.

و غالبًا ما يتم التحوط من المخاطر الاقتصادية باعتبارها المخاطر المتبقية، وقد تجد الشركات صعوبة في قياس هذا النوع من التعرض للمخاطر والتحوط منه نظرًا لأنه يعتمد بشكل أكبر على الظروف السياسية والاقتصادية السائدة والتي أصبحت غير قابلة للتنبؤ بها. ويمكن القول انه من خلال إدارة مدى التعرض للمخاطر الاقتصادية اليوم، فانه يمكن تغيير مدى التعرض لمخاطر المعاملات والترجمة في الغد، بل وحتى تخفيضها (Prasad & Suprabha, 2015). وهناك العديد من العوامل يجب ان تؤخذ في الاعتبار عند تقييم مخاطر سعر الصرف الاقتصادية للشركة، بما في ذلك المواقع الدولية لمصانع الشركة ومنافسيها والمشتريين والموردين الرئيسيين (Dhanani (2003).

وعرض (Dhanani (2003 مدخلان لقياس وإدارة مخاطر سعر الصرف الاقتصادية. وفقاً للمدخل النوعي ينظر إلى المخاطر الاقتصادية باعتبارها مخاطر الاعمال، وليست مخاطر مالية، نظرًا لتأثيرها على الوضع الاستراتيجي (التنافسي) للشركات. يعتمد هذا المدخل على استخدام التعديلات في الأنشطة التشغيلية مثل احداث تغيير في مزيج المشتريات والتسويق لإدارة المخاطر. بحيث تسمح هذه التعديلات في الأنشطة التشغيلية باحداث تغيير في مزيج العملات لإيرادات الشركات وتكاليفها، بما يسمح باستيعاب آثار تقلبات أسعار الصرف. على سبيل المثال، قد تستورد شركة مُصدرة بعض مدخلاتها من الأسواق الخارجية التي تباع فيها. وبالتالي، فإن انخفاض مستوى الإيرادات من هذه الأسواق نتيجة لإعادة تقييم العملة المحلية، سيُعوّض بانخفاض مُقابل في مستوى تكاليف التشغيل. وبشكل عام، يُصنّف الإطار النوعي إدارة مخاطر سعر الصرف الاقتصادية كمسألة إدارية عامة، والتي تتضمن عوامل تنظيمية مختلفة، وليست مجرد مسألة فنية تُترك للمتخصصين في سعر صرف الأجنبي.

في المقابل، يقيس الإطار الكمي المخاطر الاقتصادية باستخدام اساليب الانحدار الإحصائي، ويؤكد على دور الأدوات المالية في إدارة المخاطر. وتقتصر عمليات القياس والإدارة هنا على إدارة الخزينة، ولا تتطلب تدخلاً يُذكر من إدارات الشركة الأخرى. ويتمثل المبدأ الأساسي لعملية القياس في تحديد حساسية القيمة السوقية للشركة لتقلبات في أسعار الصرف باستخدام اساليب الانحدار. بحيث تُمثل أسعار الصرف هنا المتغيرات المستقلة، وتُمثل القيمة السوقية للشركة المُقاسة بمؤشرات مثل أسعار الأسهم المتغير التابع. ويمكن بعد ذلك استخدام المعاملات الناتجة، التي تعكس حساسية الشركة للتقلبات في أسعار الصرف، لتحديد مستويات التعرض للمخاطر من الناحية النقدية بناءً على أسعار صرف محددة ومتوقعة. وتدفقات نقدية مستقبلية متوقعة.

كما اقترح Alder & Dumas(1980),Hodder(1982) as cited in Rahnema(1990) نموذج لقياس المخاطر الاقتصادية للشركة ويرتبط هذا النموذج بقياس مخاطر الأصول من وجهه نظر المساهمين أي قياس بيتا لمساهمة نمط عائد اصل معين في

تباين المحفظة. ويمكن تعريف المقياس بأنه التغير بين سعر الصرف وتدفقات النقدية للشركة بالنسبة للتباين في اجمالي تدفقات النقدية الناتجة من العمليات الدولية للشركة.

واخيرا بالآخذ في الاعتبار الحل القائم على التكنولوجيا لإدارة مخاطر سعر الصرف ، بالرغم من أن عدم الاستقرار وعدم القدرة على التنبؤ بالعملة الرقمية وتقلب أسعارها يؤثر على سعر صرف العملات الأجنبية (Raza et al.,2022). إلا أن (Giudici et al(2022 يرى أن ابتكار عملة رقمية مستقرة^(١٥) يتم تقليل تقلبات أسعار صرفها مقابل العديد من العملات الرئيسية في العالم أي (Librae^(١٦) (عملة مستقرة قائمة على سلة عملات) يمكنها الحفاظ على قيمتها خلال الازمات ، يساعد على تخفيض مخاطر سعر صرف العملات، ويمكن لحاملي هذه العملات الاعتماد على عملة أقل تقلبًا من العملات الورقية التقليدية، وبالتالي أكثر موثوقية. مما يساهم في أن يدفع أو يحصل المشترون والبائعون مبلغًا من المال يكون قيمته أقل حساسية للتغيرات بمرور الوقت. بالإضافة إلى ذلك يمكن تطبيق برامج إدارة الخزينة مثل Embat^{١٧}، حيث تُعدّ برامج إدارة الخزينة المتخصصة استثمارًا قيمًا للشركات.

وتخلص الباحثة من ذلك، أنه يمكن استخدام العديد من أدوات التحوط المالي والتشغيلي لإدارة المخاطر الاقتصادية ومخاطر المعاملات، وليس هناك حاجة لإدارة مخاطر الترجمة، نظرًا لاعتبارها مسألة متعلقة بالمحاسبة ولا تؤثر على التدفق النقدي الحالي للشركة.

٣- أثار التغيرات في سعر صرف العملات الأجنبية من منظور محاسبي.

يتناول معيار المحاسبة الدولي IAS21 بعنوان "أثار التغيرات في سعر الصرف الأجنبي" الصادر في أبريل عام ٢٠٠١^(١٨) كيفية إدراج المعاملات بعملة أجنبية والعمليات الأجنبية في القوائم المالية للشركات وكيفية ترجمة القوائم المالية إلى عملة العرض^(١٩). كما يجب على الشركات تحديد العملة الوظيفية^(٢٠) (لكل عملية من عملياتها إذا لزم الأمر) بناءً على البيئة الاقتصادية الأساسية التي تعمل فيها، وتسجل المعاملات بعملة أجنبية باستخدام سعر التحويل الفوري إلى تلك العملة الوظيفية في تاريخ المعاملة. كما تطلب المعيار في نهاية فترة

^(١٥) العملات المستقرة هي رموز تهدف إلى تقليل تقلبات الأسعار من خلال ربط قيمتها بأصل آخر أو مجموعة أصول. وتستخدم ضمانات و/أو استراتيجيات قائمة على السوق للحفاظ على استقرار سعرها مقارنة بالأصل المرجعي. يمكن تقسيم العملات المستقرة تقريبًا إلى ثلاث مجموعات: (i) العملات المضمونة خارج سلسلة الكتل Off-chain collateralized (تستخدم أصولًا احتياطية تقليدية لتثبيت قيمتها. وعادةً ما تكون هذه الأصول ودائع مصرفية بالعملات الورقية أو ديونًا قصيرة الأجل، ويُعدّ الدولار الأمريكي العملة المرجعية الأبرز)، (ii) العملات المضمونة داخل سلسلة الكتل on-chain collateralized (تدعم عملاتها المستقرة بأصول مشفرة أخرى)، و (iii) العملات المستقرة غير المضمونة، الخوازمية uncollateralized, purely algorithmic stablecoins (تحافظ على ثبات أسعارها من خلال تعديل عدد الرموز المتاحة خوارزميًا وفقًا للطلب) (Mai,2022).

^(١٦) في عام ٢٠١٩ أعلنت شركة ميتا (فيسبوك) عن خططها لإصدار Libra، وهي عملة مستقرة مدعومة بسلة من العملات الورقية ومصممة لتلبية احتياجات الدفع بالتجزئة في العالم الحقيقي على نطاق عالمي. بعد الكثير من الاهتمام والمقاومة السياسية والإشرافية، تم تغيير مشروع ليبرا وإعادة تسميته إلى Diem كان من المقرر أن يتم دعم Diem بالدولار الأمريكي فقط وفي يناير ٢٠٢٢، تم إلغاء المشروع تمامًا، لأن الحكومات كانت قلقة بشأن فقدان السيادة.

^(١٧) <https://www.embat.io/en/blog/how-to-mitigate-exchange-rate-risk-a-complete-guide>

^(١٨) والذي حل محل معيار IAS21 بعنوان المحاسبة عن أثار التغيرات في سعر الصرف الأجنبي الصادر عن لجنة معايير المحاسبة الدولية عام ١٩٨٣.

^(١٩) عملة العرض Presentation currency هي العملة التي يتم بها عرض القوائم المالية (IASB,2001).

^(٢٠) العملة الوظيفية Functional currency هي عملة البيئة الاقتصادية الأساسية التي تعمل فيها الشركات (IASB,2001).

التقرير ترجمة البنود النقدية^(٢١) بعملة اجنبية بسعر الاقفال، وترجمة البنود غير النقدية بعملة اجنبية المقاسه بالتكلفة التاريخية باستخدام سعر الصرف السائد في تاريخ المعاملة، وترجمة البنود غير النقدية بعملة اجنبية المقاسه بالقيمة العادلة بسعر الصرف السائد في تاريخ قياس القيمة العادلة. ويتم الاعتراف بفروق العملة الناشئة عن تسوية البنود النقدية او عن ترجمة البنود النقدية في حساب الارباح والخسائر، ويتم الاعتراف بمكاسب وخسائر فروق العملة للبنود غير النقدية ضمن الدخل الشامل الاخر (IASB,2001).

ومنذ صدوره، خضع هذا المعيار لتعديلات متعددة تهدف إلى تعزيز وضوحه وقابليته للتطبيق استجابةً للبيئة الاقتصادية المتغيرة ،اذ تم تعديله في ديسمبر ٢٠٠٣ ليشمل ارشادات توجيهيه بشأن التفسيرات (سعر الصرف الاجنبى SIC-11-رسمة الخسائر الناتجة عن التخفيضات الحادة في قيمة العملة، عملة التقرير SIC-19-قياس وعرض القوائم المالية بموجب IAS21,IAS29^(٢٢) و SIC-30 عملة التقرير-ترجمة من عملة القياس الى عملة العرض)، كما عدل المجلس SIC-7 ادخال اليورو. وقام المجلس بتعديل IAS21 في ديسمبر ٢٠٠٥ ليتطلب الاعتراف ببعض انواع فروق العملة الناشئة عن بند نقدي بشكل منفصل كحق ملكية (IAS21(2005) . وفي اغسطس ٢٠٢٣ اصدر مجلس معايير المحاسبة الدولية IASB^(٢٣) تعديلات لمعيار المحاسبة الدولي IAS21 بعنوان افتقار العملة للتبادل Lack of Exchangeability والذي يوفر ارشاد لتحديد متى تكون العملة قابلة للتبادل وكيفية تحديد سعر الصرف عندما لا تكون قابلة للتبادل (IASB,2001).

وعلى نفس المنوال تتطلب قائمة ممارسات المحاسبة القياسية SSAP20^(٢٤) بعنوان "ترجمة العملات الاجنبية" الصادرة عن مجلس معايير المحاسبة^(٢٥) والمطبقة في المملكة المتحدة ، استخدام الشركات لسعر الاقفال او سعر الصرف الجارى للترجمة. بحيث يتم ترجمة الاصول والالتزامات المقومة بالعملة الاجنبية بسعر الصرف السائد في تاريخ اعداد الميزانية العمومية (اي سعر الاقفال)، بينما يتم ترجمة حساب الارباح والخسائر اما بمتوسط سعر الصرف خلال السنة المالية او بسعر الاقفال. ويتم ترجمة راس مال الاسهم بسعر الصرف السائد في تاريخ الاصدار لاول مرة (السعر التاريخي) وتسجل ارباح وخسائر الترجمة كمكون منفصل في قائمة التغير في حقوق الملكية وتتجاوز قائمة الدخل. ويقابل قائمة ممارسات المحاسبة القياسية SSAP20 قائمة معايير المحاسبة المالية^(٢٦) SFAS52 بعنوان "ترجمة العملات الاجنبية" الصادرة عن مجلس معايير المحاسبة المالية عام ١٩٨١^(٢٧) في الولايات المتحدة الامريكية ، على الرغم من تفضيل المعيار الامريكي استخدام سعر الاقفال في ترجمة حساب الارباح والخسائر (Dhanani (2003). كما يتم التقرير عن معاملات العملات الأجنبية والترجمة بموجب ASC 830 "مسائل العملات

(٢١) البنود النقدية هي الوحدات النقدية المحتفظ بيها والاصول والالتزامات التي يتم تحصيلها او سددها مقابل مبلغ محدد او ثابت من الوحدات النقدية.

(٢٢) Financial reporting in hyperinflationary Economies

(٢٣) <https://www.iasplus.com/en/news/2023/08/ias-21>

(٢٤) Statement of Standard Accounting Practice (SSAP) 20

(٢٥) Accounting Standards Board, 1983

(٢٦) Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) 5212

(٢٧) والتي احلت محل SFAS 8 الصادرة عن مجلس معايير المحاسبة المالية عام ١٩٧٥

الأجنبية"، باستثناء أرباح أو خسائر المعاملات المتعلقة بالأدوات المشتقة. وتشرط ASC 830 الصادرة عن FASB عام ٢٠١٣ "التقرير عن أرباح أو خسائر الترجمة خارج صافي الدخل ضمن الدخل الشامل الآخر"، والتقرير عن أرباح أو خسائر المعاملات ضمن صافي الدخل لأنها تُعتبر أرباحاً أو خسائر اقتصادية حقيقية" (Zhao,2022).

وعلى الصعيد المصري، فقد تضمنت معايير المحاسبة المصرية المعدلة بقرار وزير الاستثمار رقم ٦٣٦ لسنة ٢٠٢٤ معيار المحاسبة المصري رقم ١٣ المعدل بعنوان "اثر التغيرات في اسعار صرف العملات الأجنبية" والذي جاء متوافق مع المعالجات المحاسبية التي اقراها معيار المحاسبة الدولي IAS21. وجاء المعيار رقم ١٣ المعدل مشتملا على الملحق د الذي يوضح تقييم قابلية العملة للتبادل والمعالجات المطلوبة عندما لا تكون العملة قابلة للتبادل. وعلى هامش قيام البنك المركزي بتحرك سعر الصرف في ٦ مارس ٢٠٢٤ فقد صدر قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٧١١ لعام ٢٠٢٤ في ٢٣ مايو ٢٠٢٤ بإضافة الملحق هـ والذي يستهدف تقديم معالجات محاسبية خاصة للتعامل مع الآثار المترتبة على تعديل اسعار صرف العملات الأجنبية (شحاته، ٢٠٢٤).

وتخلص الباحثة من ذلك، الى انه بموجب معيار المحاسبة الدولي IAS21 ونظيره المصري فان الاعتراف بمكاسب وخسائر سعر الصرف الناشئة من ترجمة المعاملات بعملة اجنبية التي تتضمن مدفوعات او متحصلات مستقبلية و الناتجة عن اعادة تقييم البنود النقدية تؤثر على المركز المالي والاداء المالي للشركات.

٤-تحليل العلاقة بين الإفصاح عن ادارة مخاطر سعر الصرف وقيمة واداء الشركة و اتخاذ قرار الاستثمار في اسهم الشركة

نالت مخاطر سعر الصرف الأجنبي اهتمام كبير من جانب المستثمرين ومديري الشركات. وذلك يرجع الى امكانية تأثير تقلبات سعر الصرف بشكل مباشر أو غير مباشر على التدفقات النقدية والقيمة السوقية للشركات (Mozumder et al,2014). وتناولت العديد من الدراسات (Bonga & Mpoha,2023; Diftar,2023; Aftab et al,2021; Shinkeva, 2020; khan,2019; Sichoongwe,2016; Oskooee & Saha,2016; Cakan & Ejara,2013; Agrawal et al.,2010; El-Masry et al.,2007; Kim, 2003) العلاقة بين مخاطر سعر الصرف واسعار وعوائد الاسهم. ووفقاً للنظرية الإيجابية للتحوط من قبل الشركات التي طورها Smith and Stulz (1985)، ليس هناك حاجة لتحوط الشركات إلا إذا خلقت أسواق رأس المال غير الكفاء ظروفًا تكون فيها فوائد التحوط مرتفعة بما يكفي لتغطية تكاليف التحوط وإضافة قيمة فعلية للشركة.

وبناء على ذلك، فقد اختبرت دراسة (Clarka & Mefteh) (2010) العلاقة بين استخدام مشتقات العملات الأجنبية وقيمة الشركة لعينة من ١٧٦ شركة من أكبر الشركات الفرنسية غير المالية خلال عام ٢٠٠٤. وتشير النتائج أن استخدام المشتقات يُعدّ مُحددًا هاماً لقيمة الشركات الفرنسية، وأن هذا التأثير يكون أكثر وضوحاً في الشركات الأكبر حجماً. كما اختبرت الدراسة تأثير مدى تعرض الشركات لمخاطر سعر الصرف على العلاقة بين

استخدام المشتقات وقيمة الشركة حيث تم قياس مدى تعرض الشركات الفرنسية لمخاطر أسعار الصرف باستخدام نموذج ذو العاملين لـ (Jorion 1990)⁽²⁸⁾ وتشير النتائج الى أن استخدام المشتقات المالية يكون أكثر فعالية للشركات ذات مستويات التعرض لمخاطر سعر الصرف الأعلى. و أن استخدام مشتقات العملات الأجنبية أكثر فعالية في خلق القيمة للشركات الفرنسية في حالات انخفاض قيمة اليورو. وفي نفس السياق توصل Afza & Alam (2016) الى ان استخدام مشتقات العملات الأجنبية ادى الى زيادة قيمة الشركات الباكستانية غير المالية. كما وجد (Alam & Gupta 2017) ان الشركات الهندية التي قامت بالتحوط باستخدام مشتقات العملات الأجنبية لديها تقلبات اقل في قيمة الشركة من الشركات التي لم تقوم بالتحوط ، كما يؤدي التحوط الى زيادة قيمة الشركة خلال فترة الازمة المالية. كما توصل (Nzioka & Maseki 2017) الى ان استراتيجيات التحوط التشغيلية (الداخلية) لديها تأثير اكبر على اداء الشركات غير المالية المدرجة في بورصة نيروبي (اي الربحية، وايرادات المبيعات، والتدفقات النقدية، والسيولة) عن استراتيجيات التحوط المالي.

كما اختبرت دراسة (Luo & Wang 2018) العلاقة بين استخدام مشتقات العملات الأجنبية للتحوط ضد مخاطر سعر الصرف وقيمة الشركة ، واعتمادا على ٧٠٠٠ مشاهدة ربع سنوية للشركات المدرجة في بورصة الصين خلال الفترة من ٢٠٠٠ وحتى ٢٠١٣ ، توصلت الدراسة الى أن التحوط باستخدام المشتقات المالية لتقليل التعرض لمخاطر سعر الصرف الأجنبي، ادى الى زيادة قيمة الشركة، خاصة بالنسبة للشركات مرتفعة الربحية والشركات ذات فرص الاستثمار الاكبر . كما يكون لاستخدام مشتقات العملات الأجنبية تأثيراً أكبر على قيمة الشركة عند انخفاض قيمة سعر الصرف وازدهار الاقتصاد. ومع ذلك، فإن العلاقة بين استخدام المشتقات وقيمة الشركة تكون أضعف خلال فترات الأزمات. كما توصل (Das & Kumar 2023) الى ان استخدام ادوات التحوط المالي مثل مشتقات العملات الأجنبية والديون المقومة بعملة اجنبية يؤدي الى زيادة قيمة الشركات الهندية متعددة الجنسيات المدرجة في مؤشر NIFTY500. الا انه عند اختبار دراسة Li et al (2014) العلاقة بين استخدام مشتقات العملات الأجنبية وقيمة الشركة لعينة من ١٣٤ شركة غير مالية مدرجة في بورصة نيوزيلندا خلال عام ٢٠٠٧ ، لم تتوصل الدراسة الى دليل على ان استخدام مشتقات العملات الأجنبية يزيد من قيمة الشركة. وايضاً بالرغم من تطوير (Jankensgård et al., 2014) لمؤشر للإفصاح عن مخاطر سعر الصرف وادارتها، الا انهم توصلوا الى وجود علاقة سلبية بين الإفصاح عن مخاطر سعر الصرف وادارتها وقيمة الشركة. وايضاً توصل (Seok et al 2020) الى ان استخدام الشركات الكورية المشتقات المالية لادارة المخاطر المحاسبية (تقلبات الارباح) وليس لادارة مخاطر السوق. ولم يؤدي التخفيض في المخاطر المحاسبية من خلال التحوط بشكل مباشر الى زيادة قيمة الشركات.

كما اختبرت الدراسات (Ameer, 2009; Venkatachalam, 1996) استراتيجيات وممارسات ادارة المخاطر من خلال المشتقات والمقدرة التقييمية للمحتوى المعلوماتي للإفصاح عن المشتقات المالية ، وباستخدام عينة من ٩٩ بنك خلال الفترة من ١٩٩٣ وحتى ١٩٩٤ ، فقد توصل (Venkatachalam 1996) الى استخدام البنوك استراتيجيات ادارة

(28) as cited in Clarka & Mefteh (2010)

المخاطر باستخدام المشتقات، وان تقديرات القيمة العادلة للمشتقات المالية تساعد في تفسير الاختلافات في اسعار الاسهم للبنوك الامريكية. كما توصل (Ameer,2009) الى استخدام الشركات المالية المشتقات المالية للتحوط ضد مخاطر سعر الصرف وان لمعلومات المشتقات المالية محتوى معلوماتي اضافي في تفسير اسعار الاسهم.

ونخلص من ذلك وبالاتفاق مع دراسة (Zai & Mansur,2024) ، أن الشركات تستخدم أدوات التحوط المالي واستراتيجيات التحوط التشغيلي لإدارة مخاطر سعر الصرف. وبينما توصلت العديد من الدراسات (Das & Kumar,2023; Luo & Wang,2018; Nzioka& Maseki,2017; Alam & Gupta, 2017; Afza & Alam ,2016; Clarka & Mefteh, 2010) (مبارك، ٢٠٢٠) الى فعالية استراتيجيات التحوط في تقليل المخاطر وتحسين أداء وقيمة الشركات، الا ان البعض (Seok et al,2020; Li et al,2014) توصل إلى نتائج متباينة، مما يُشير إلى أن فعالية التحوط قد تختلف تبعاً لعوامل مختلفة. إذ يؤثر حجم الشركة، والرفع المالي، وفرص النمو، ومستوى التعرض لمخاطر سعر الصرف باستمرار على قرارات الشركات بالتحوط. ومع ذلك، يواجه تطبيق استراتيجيات التحوط أيضاً تحديات تتعلق باختيار الأدوات المناسبة، وتكاليف المعاملات، والمعالجة المحاسبية.

ومن جانب آخر، اختبرت دراسة (Taylor et al,2021) تأثير مخاطر سعر الصرف على استثمارات الشركة، وباستخدام عينة كبيرة لأكثر من ٤٠٠٠ شركة متعددة الجنسيات معرضة لمخاطر الصرف الأجنبي في ٤٤ دولة على مدى ٣٠ عاماً منذ عام ١٩٨٧ حتى عام ٢٠١٧، اشارت نتائج الدراسة الى أن تقلبات سعر الصرف غير المتوقعة تؤدي إلى انخفاض كبير في النفقات الرأسمالية للشركات. ويكون التأثير أقوى في الدول ذات الانفتاح الاقتصادي، وفي الشركات التي لا تستخدم مشتقات العملات للتحوط. كما وجد (Koutsandreas et al,2022) انه إلى جانب العديد من المخاطر الأخرى، تُعدّ مخاطر العملات من بين المخاطر التي تواجهها شركات الطاقة الخضراء. إذ يمكن أن تؤثر تغيرات سعر صرف العملات على تكلفة التركيبات والنفقات التشغيلية للمشروع. ويعدّ التحوط من مخاطر العملات باستخدام مقايضات العملات (أي مقايضة التدفقات النقدية بالعملة الأجنبية بالعملة المحلية بسعر محدد مسبقاً) أكثر الممارسات شيوعاً للتخفيض من مخاطر سعر الصرف. كما اختبر (Mansour,2024) تأثير تقلبات سعر الصرف (مكاسب وخسائر سعر الصرف) المحققة بموجب معيار المحاسبة الدولي IAS21 على العلاقة بين كفاءة راس المال العامل وقرارات المرتبطة بهيكل راس المال، وباستخدام عينة من ٦٥ شركة مدرجة في البورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١٢-٢٠٢٢ اشارت النتائج الى ان مكاسب سعر الصرف تساعد على تقوية العلاقة الايجابية بين كفاءة راس المال العامل وقرارات زيادة الاعتماد على التمويل بالديون والعكس بالنسبة لخسائر سعر الصرف. كما وجد (محمود، ٢٠٢٣: Rios,2009) انه يتم تسعير مخاطر سعر الصرف، بحيث تؤدي الى زيادة تكلفة راس المال، ومطالبة المستثمرون بعلاوة على مخاطر العملة.

وتخلص الباحثة من ذلك الى انه تؤثر مخاطر سعر الصرف على ارباح الشركات وتدفقاتها النقدية وبالتالي قيمتها السوقية واسعار اسهمها. وبناء على ما تقدم، تتوقع الباحثة ان يعتمد قرار الاستثمار فى اسهم الشركات على قدرتها على ادارة مخاطر سعر الصرف واستخدام ادوات التحوط المالى والتشغلي مما يساعد على استقرار تدفقاتها النقدية المستقبلية وزيادة قيمة الشركة وارتفاع اسعار اسهمها.

٥- خلاصة الورقة ومجالات البحث المستقبلية

خلصت الورقة البحثية الى ان تعريف مخاطر سعر الصرف وتحديد الانواع المختلفة لمخاطر سعر الصرف الى جانب قياسها يعد امرا اساسيا لوضع استراتيجية ادارة مخاطر سعر الصرف بالشركة. اذ يُعد قياس وإدارة مخاطر سعر الصرف من الوظائف الهامة للحد من التأثير السلبي لتقلبات أسعار الصرف الناشئة من مشاركة الشركات في العمليات والاستثمارات الدولية على ارباح الشركات، من خلال تأثيرها على المدخلات، والمخرجات والديون، وقيمة الأصول. وبذلك أصبحت مجالس إدارة الشركات تلزم بشكل متزايد بادارة مخاطر العملات كما تستخدم الشركات متعددة الجنسيات استراتيجيات تحوط مختلفة تبعاً لنوع مخاطر العملات. وبناء على ذلك، تتوقع الباحثة ان يعتمد قرار الاستثمار فى اسهم الشركات على قدرتها على ادارة مخاطر سعر الصرف واستخدام ادوات التحوط المالى والتشغلي الملائمة، مما يساعد على استقرار تدفقاتها النقدية المستقبلية وزيادة قيمة الشركة وارتفاع اسعار اسهمها.

وبناء على ذلك، ترى الباحثة ان هناك العديد من المجالات البحثية المستقبلية المقترحة والتي من ضمنها

-المقدرة التقييمية الاضافية للمحتوى المعلوماتى للإفصاح عن استراتيجيات التحوط المالى والتحوط الطبيعى للشركات.

-تأثير ادارة مخاطر سعر الصرف على التدفقات النقدية المستقبلية للشركات.

-تأثير تكنولوجيا سلاسل الكتل واستخدام العملات المستقرة المشفرة فى ادارة مخاطر سعر الصرف

-تأثير مخاطر سعر الصرف على العلاقة بين راس المال العامل وقرارات التمويل بملكية الاسهم.

قائمة المراجع

المراجع العربية

شحاته، محمد موسى علي.(٢٠٢٤). نموذج محاسبي مقترح لتقييم الاثار المالية لتغيرات اسعار صرف العملات الاجنبية على عوائد واسعار الاسهم باستخدام منهجية تحليل الحدث"دراسة تطبيقية بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية" ، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، المجلد (٨)، العدد (٣): ٦١١ - ٧٠٥.

مبارك، سهام عبد المنجى.(٢٠٢٠). أثر محاسبة التحوط ضد مخاطر اسعار صرف العملات على قيمة الشركة-دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة في البورصة المصرية. دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. رسالة دكتوراة غير منشورة، قسم المحاسبة والمراجعة ،كلية التجارة- جامعة الإسكندرية.

محمود، عمرو السيد زكي.(٢٠٢٣). 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،مجلة البحوث المحاسبية،كلية تجارة، جامعة طنطا،العدد(٤)، ١٠١١-١١٠٦.

معيار المحاسبة المصري رقم (١٣).٢٠٢٤.اثر التغيرات في اسعار صرف العملات الاجنبية،وزارة الاستثمار.

المراجع الاجنبية

- Aabo.T.2001. Exchange Rate Exposures and Strategies of Industrial Companies: An Empirical Study. Thunderbird International Business Review. Vol. 43,No. 3,PP. 379-395.
- Adler, M,and B.Dumas.1984. Exposure to currency risks: definition and measurement. Financial Management, PP. 41-50.
- Aftab,M, R.Ahmad, I.Ismail, and K. Phylaktis.202١. Economic integration and the currency and equity markets nexus. international journal of financial conomics. No. 26,PP.5278-5301.
- Afza,T, and A. Alam.2016. Foreign Currency Derivatives and Firm Value. European Online Journal of Natural and Social Sciences. Vol.5, No.1 ,pp. 1-14.
- Agrawal,G,A.K. Srivastav,and A. Srivastava.2010. A Study of Exchange Rates Movement and Stock Market Volatility. International Journal of Business and Management. Vol. 5, No. 12, PP.62-73.
- Alam,N,and A.Gupta.2017. Does hedging enhance firm value in good and bad times. International Journal of Accounting & Information Management. Vol. 26, No. 1, pp. 132-152.

- Allayannis,G, J. Ihrig, And J. P. Weston.2001. Exchange-Rate Hedging: Financial versus Operational Strategies. American Economic Review. Vol.91, No. 2, PP:391-395.
- Ameer,R.2009. Value-relevance of foreign-exchange and interest-rate derivatives disclosure The case of Malaysian firms. The Journal of Risk Finance. Vol. 10, No. 1, pp. 78-90.
- Anton,S.G.2018. The Impact of Enterprise Risk Management on Firm Value: Empirical Evidence from Romanian Non-Financial Firms. Engineering Economics. Vol. 29, No.20, PP. 151–157.
- Bachiller,P, S.Boubaker ,and S. M.Wali.2021. Financial derivatives and firm value: What have we learned?. Finance Research Letters .No.39, PP.1-9.
- Berry-Stolzle,T.R,and J. Xu.2018. Enterprise Risk Management And The Cost Of Capital. The Journal of Risk and Insurance. Vol. 85, No. 1, PP. 159–201.
- Bertinetti,G.S. E. Cavezzali,and G. Gardenal.2013. The Effect Of The Enterprise Risk Management Implementation On The Firm Value Of European Companies.Working Paper. Dept. of Management, Universita Ca' Foscari Venezia San Giobbe, Cannaregio. PP.1-22.
- Bonga,L.B, and S. Mpoha.2023. Assessing the extent of exchange rate risk pricing in equity markets: emerging versus developed economies. African Journal of Economic and Management Studies.Vol. 16, No. 1,pp. 148-159.
- Brown,G.W.2001. Managing foreign exchange risk with derivatives Journal of Financial Economics. No. 60 , PP.401-448.
- Cakan.E,and D.D.Ejara.2013. On the Relationship between Exchange Rates and Stock Prices: Evidence from Emerging Markets. International Research Journal of Finance and Economics.Issue.111, PP.115-124.
- Clarka,E and S.Mefteh.2010. Foreign Currency Derivatives Use, Firm Value and the Effect of the Exposure Profile:Evidence from France. International Journal Of Business,Vol. 15, No. 2, PP.183-196.
- COSO.2020. Compliance Risk Management: Applying the COSO ERM Framework. Available at [https://www.wlrk.com/docs/Compliance-Risk-Management-Applying-the-COSO-ERM-Framework_\(1\).](https://www.wlrk.com/docs/Compliance-Risk-Management-Applying-the-COSO-ERM-Framework_(1).)

- Das,J.P,and S. Kumar.2023. The dynamic effect of corporate financial hedging on firm value: The case of Indian MNCs. Borsa Istanbul Review.Vol.23,No.3, PP. 696–708.
- Dhanani,A.2003. Foreign exchange risk management:a case in the mining industry. The British Accounting Review. No.35, PP.35-63.
- Diftar.D.E.2023. The impact of exchange rates on stock market performance of the Emerging 7. Journal of Capital Markets Studies.Vol. 7 ,No. 2, pp. 125-139.
- Döhring,B.2008. Hedging and invoicing strategies to reduce exchange rate exposure: a euro-area perspective. European Commission. PP.1-19.
- Eckles,D.L, R. E. Hoyt, and S. M. Miller.2014. The impact of enterprise risk management on the marginal cost of reducing risk: Evidence from the insurance industry. Journal of Banking & Finance.No. 43, PP.247–261.
- El-Masry,A, O. Abdel-Salam, and A. Alatraby.2007. The exchange rate exposure of UK non-financial companies. Managerial Finance.Vol. 33, No. 9, pp. 620-641.
- Faisal,F, Z. Abidin ,and H. Haryanto.2021. Enterprise risk management (ERM) and firm value: The mediating role of investment decisions. Cogent Economics & Finance,Vol. 9, No.1, PP.1-15.
- Giudici ,P, T.Leach , and P. Pagnottoni.2022. Libra or Librae? Basket based stablecoins to mitigate foreign exchange volatility spillovers. Finance Research Letters. No.41, PP.1-14.
- Hege,U,E. Hutson, and E. Laing.2021. Mandatory Governance Reform and Corporate Risk Management. Journal of Corporate Finance. No.68, PP.1-32.
- Hossain, A.T,A-Al Masum, and S. Saad.2024. The impact of geopolitical risks on foreign exchange markets: Evidence from the Russia–Ukraine war. Finance Research Letters. No.59, PP.1-9.
- Ihsan,H, A. Rashid,and A.Naz.2018. Exchange Rate Exposure and Firm Value: An Assessment of Domestic Versus Multinational Firms. The Lahore Journal of Economics.Vol.23 , No.1 , pp. 51–77.
- International Accounting Standards Board (IASB) .2001. the effects of changes in foreign exchange rates”, (IAS) No. 21, available at: <https://www.ifrs.org>.

- International Accounting Standards Board (IASB).2005. Financial Instruments: Disclosures”, (IFRS) No. 7, available at: <https://www.ifrs.org>.
- Iswajuni,I, A.Manasikana and S. Soetedjo.2018. The effect of enterprise risk management (ERM) on firm value in manufacturing companies listed on Indonesian Stock Exchange year 2010-2013. Asian Journal of Accounting Research. Vol. 3, No. 2, pp. 224-235.
- Ito ,T, S.Koibuchi , K. Sato ,and J. Shimizu.2016. Exchange rate exposure and risk management: The case of Japanese exporting firms. Journal of The Japanese and International Economies. No.41, PP.19-29.
- Jacqu,L.L,1981. Management Of Foreign Exchange Risk:A Review Article. Journal of International Business Studies, No.81, PP.1-21.
- Jankensgård,H, K.Hoffmann,andD. Rahmat.2014. Derivative Usage, Risk Disclosure, and Firm Value. Journal of Accounting and Finance. Vol. 14, No. 5,PP.159-174.
- Khan,M.K.2019.Impact of Exchange Rate on Stock Returns in Shenzhen Stock Exchange:Analysis Through ARDL Approach. International Journal of Economic and Management.Vol.1, Issue.2, PP.15-26.
- Kim,K.H.2003. Dollar exchange rate and stock price: evidence from multivariate cointegration and error correction model. Review of Financial Economics. No. 12, PP. 301–313.
- Kim,S.S, J. Chung, J.H.Hwang,and J H. Pyun.2020. The effectiveness of foreign debt in hedging exchange rate exposure: Multinational enterprises vs. exporting firms. Pacific-Basin Finance Journal. No. 64, PP.1-16.
- Koutsandreas,D, N. Kleanthis, A. Flamos, C. Karakosta,and H.Doukas.2022. Risks and mitigation strategies in energy efficiency financing: A systematic literature review. Energy Reports, No. 8 , PP.1789–1802.
- Lee,F.M, A. Marshall, Y.K.Szto ,and J.Tang.2001. The Practice of Financial Risk Management: An International Comparison. Thunderbird International Business Review, Vol. 43, No.3, PP. 365–378.
- Li,H, N.Visaltanachoti1,and R.H. Luo.2014. Foreign Currency Derivatives and Firm Value: Evidence from New Zealand. Journal of Financial Risk Management. No. 3, PP. 96-112.

- Lundqvist,S.A,and A.Vilhelmsson.2016. Enterprise Risk Management And Default Risk: Evidence From The Banking Industry. Journal of Risk and Insurance. Vol. 85, No. 1,PP. 127–157.
- Mai,H,2022. Stablecoins DeFi, Libra and beyond. Deutsche Bank Research.PP.1-11.
- Mansour,K.2024. Working capital efficiency and capital structure decisions in Egypt: the effect of foreign currency exchange risk exposure under IAS 21. Asian Journal of Accounting Research.Vol. 10, No. 1, pp. 103-124.
- Mozumder,N, G. D.Vita, C. Larkin, and K. S. Kyaw.2014. Exchange rate movements and firm value Evidence from European firms across the financial crisis period. Journal of Economic Studies.Vol. 42, No. 4, pp. 561-577.
- Mumoki,A.N.2009. Foreign Exchange Risk Management: Strategies And Techniques Used By Banks In Kenya To Manage Foreign Exchange Risk Exposure. Master's Thesis Of Business Administration Degree, School Of Business, University Of Nairobi. PP:1-87.
- Nzioka,O.M, and F. M. Maseki.2017. Effects of Hedging Foreign Exchange Risk on Financial Performance of Non-Banking Companies Listed at the Nairobi Securities Exchange. European Scientific Journal. Vol.13, No.10, PP:402-416.
- Oskooee,M.B, and S. Saha.2016. Do exchange rate changes have symmetric or asymmetric effects on stock prices? .Global Finance Journal. No.31, PP.57-72.
- Papaioannou,M.2006. Exchange Rate Risk Measurement and Management: Issues and Approaches for Firms. International Monetary Fund Working Paper.PP:1-22.
- Prasad, K,and K.R. Suprabha. 2015. Measurement of Exchange Rate Exposure: Capital Market Approach versus Cash Flow Approach.16th Annual Conference on Finance and Accounting. Procedia Economics and Finance. No.25, PP:394-399.
- Rahnema,A.1990.An overview of exchange and interest rate risk management.IESE working Paper.Business school-University of Navarra.PP.1-24.
- Raza,S.A, M. Ahmed, and C.Aloui.2022. On the asymmetrical connectedness between cryptocurrencies and foreign exchange markets: Evidence from the nonparametric quantile on quantile approach. Research in International Business and Finance. No.61, PP.1-14.

- Rios,A.D.D.L.2009. Exchange rate regimes, globalisation, and the cost of capital in emerging markets. Emerging Markets Review.N0.10,PP.311-330.
- Seok,S.I, T.H. Kim, H.Cho, and T.J. Kim.2020. Determinants of Hedging and their Impact on Firm Value and Risk: After Controlling for Endogeneity Using a Two-stage Analysis. Journal of Korea Trade. Vol. 24, No. 1, PP.1-34.
- Shinkeva,L.M.2020. The Effect Of Exchange Rate Risk On Stock Market Returns At The Namibia Stock Exchange. Master Of Science In Accounting And Finance. The University Of Namibia. PP.1-83.
- Sichoongwe,K.2016. Effects of Exchange Rate Volatility on the Stock Market: The Zambian Experience. Journal of Economics and Sustainable Development. Vol.7, No.4, PP.114-119.
- Taylor,M.P, Z.Wang, and Q. Xue.2021. The real effects of exchange rate risk on corporate investment: International evidence. Journal of International Money and Finance. No. 117. PP.1-27.
- Venkatachalam,M.1996. Value-relevance of banks' derivatives disclosures. Journal of Accounting and Economics. No. 22 , PP. 327- 355.
- Wang,R, and H. Luo.2018. Foreign currency risk hedging and firm value in China. Journal of Multinational Financial Management. Vol.47,No.48 , PP. 129–143.
- Yun,j.2023. The effect of enterprise risk management on corporate risk management. Finance Research Letters. No.51, PP.1-6.
- Zai1,F.S,and A. Mansur.2024. Hedging Strategy to Mitigate Exchange Rate Risk in Cross-Border Transactions: Literature Review. Journal of Business Management and Economic Development. Vol. 2, Issue. 03, PP. 1155-1168.
- Zhao.X.2022. Value Relevance of Foreign Currency Accounts. Master thesis, Economics and Business Administration. Norwegian School of Economics.PP.1-74.

ملحق (١)

تقرير ادارة مخاطر سعر الصرف للشركة (ص) لعام 2024

السادة مساهمي الشركة

في إطار التزام الشركة بتطبيق معايير الحوكمة والادارة الفعالة للمخاطر مما أدى الى الاستعانة بإطار العمل التشغيلي لأفضل الممارسات لادارة مخاطر سعر الصرف المقترح من قبل Papaioannou (2006) في اعداد هذا التقرير. بالنسبة لادارة الخزينة بالشركة، يشير مصطلح "مخاطر سعر صرف العملات الأجنبية" إلى المخاطر الناشئة عن تأثير تقلبات أسعار الصرف بين العملات المختلفة على قيمة المعاملات المالية للشركة أو استثماراتها. والذي يشكل خطراً كبيراً على الشركات التي تعمل دولياً، إذ قد تتعرض لعملات متعددة، مما قد يُعرضها لتغيرات كبيرة في قيمة أصولها والتزاماتها نتيجة لتقلبات في أسعار الصرف.

ولادارة مخاطر سعر الصرف الأجنبي قامت الشركة بوضع وتصميم برنامج ادارة مخاطر سعر الصرف من خلال الخطوات التالية

أ- تم تحديد انواع مخاطر سعر الصرف التي تتعرض لها الشركة وقياس مدى التعرض لهذه المخاطر.

ب- قامت ادارة الخزينة بالشركة باستخدام وتطبيق استراتيجيات متنوعة، منها:

عقود العملات الآجلة: تتيح هذه العقود للشركة تثبيت سعر صرف ثابت لمعاملة مستقبلية. على سبيل المثال، علمت الشركة أنها ستحتاج إلى سداد دفعة باليورو خلال ستة أشهر، فقامت بإبرام عقد أجل لبيع اليورو بسعر صرف محدد مسبقاً. وساعد ذلك على حماية الشركة من مخاطر تقلبات أسعار الصرف بين تاريخ إبرام العقد ووقت السداد.

خيارات العملات: منحت هذه الخيارات الشركة الحق، دون الالتزام، في شراء أو بيع عملة بسعر صرف محدد في وقت لاحق. على سبيل المثال، اشترت الشركة خيار شراء يمنحها الحق في شراء اليورو بسعر صرف محدد مسبقاً خلال فترة زمنية محددة. وساعد ذلك في توفير حماية من مخاطر تقلبات أسعار الصرف، حيث تمكنت الشركة من ممارسة الخيار عندما تحرك سعر الصرف لصالحها.

تحوّلات العملات: حيث استخدمت الشركة مقايضة العملات، لموازنة التأثير المحتمل لتقلبات أسعار الصرف على المركز المالي للشركة. فقد أبرمت الشركة اتفاقية مقايضة عملات لتبادل مبلغ محدد من عملة مقابل أخرى بسعر صرف مُحدد مسبقاً. مما ساعد في تقليل تأثير تقلبات أسعار الصرف على المركز المالي للشركة.

المقاصة: كانت لدى الشركة مستحقات ومدفوعات مقومة باليورو مستحقة في نفس الفترة الزمنية، فقامت بتقاصها لتقليل تأثير تقلبات أسعار الصرف على تدفقاتها النقدية.

ج-انشأت ادارة الخزينة المركزية (مركزية وظائف إدارة الخزينة)، بما في ذلك إدارة مخاطر الصرف الأجنبي، وذلك لتكوين صورة أوضح عن تعرضها الإجمالي لمخاطر الصرف الأجنبي ولتبسيط عملية إدارتها. بالإضافة إلى استخدام مقاييس VAR لقياس ومراقبة أسعار الصرف وتقييم أثر التغيرات المحتملة على المركز المالي للشركة.

بالإضافة الى ذلك، تعمل الشركة على تطبيق برامج إدارة الخزينة مثل Embat، حيث تُعدّ برامج إدارة الخزينة المتخصصة، استثماراً قيماً للشركات. وذلك من خلال: الأتمتة للعمليات المعقدة والمتكررة، مما يُحسن الكفاءة ويُقلل من الأخطاء البشرية، التحليل الفوري للبيانات المالية، مما يُمكن الشركات من اتخاذ قرارات مدروسة وبسرعة. كما يمكن البرنامج الشركات من محاكاة سيناريوهات مختلفة لتقييم التأثير المحتمل لتقلبات أسعار الصرف على عملياتها. كما يعمل البرنامج على تكامل البيانات حيث يُدمج البرنامج البيانات والمعلومات من مصادر مُتعددة لتوفير رؤية شاملة للتعرض لمخاطر أسعار الصرف وفرص التخفيف منها. بالإضافة الى التحليل التنبؤي، حيث تُزوّد أنظمة إدارة الخزينة الحديثة بقدرات تحليل تنبؤية. وتستخدم هذه الأنظمة خوارزميات متقدمة وتقنيات تعلم آلي للتنبؤ باتجاهات وتقلبات أسعار الصرف، مما يُمكن الشركات من توقع التغيرات المستقبلية والاستعداد لها.

د-وتم وضع مجموعة من الضوابط لرقابة مخاطر سعر الصرف بالشركة والتأكد من اتخاذ مركز مناسب للعملة الأجنبية.

هـ-كما تم انشاء لجنة لرقابة المخاطر ومراجعة سياسة ادارة المخاطر بصورة منتظمة.

ولم تتعرض الشركة لمخاطر سعر الصرف المتمثلة في مخاطر المعاملات ومخاطر الترجمة والمخاطر الاقتصادية في السنة المالية المنتهية في 2024/12/31 وذلك بفضل فعالية برنامج ادارة مخاطر سعر الصرف لديها والذي تمكنت الشركة من خلاله بتحقيق التحوط الكامل ضد مخاطر سعر الصرف، واستقرار نتائجها المالية.

التوقيع

التاريخ 2024/4/1

عضو مجلس الادارة المنتدب