

أثر الإفصاح المحاسبي عن التحوط كنشاط لإدارة مخاطر سعر الصرف علي قيمة الشركة دراسة تطبيقية علي الشركات غير المالية المقيدة في البورصة المصرية

• سهام عبد المنجي مبارك

1- المقدمة:

تعتبر المعلومات المحاسبية من أهم المعلومات التي يعتمد عليها المستثمرون، والدائنون، وغيرهم من أصحاب المصلحة، في اتخاذ القرارات، حيث تلعب دوراً هاماً في عملية التقييم، والتي تمثل دوراً أساسياً للمعلومات المحاسبية، فهي تستخدم في تقييم الأوراق المالية للملكية والديون، المشروعات وقطاعات الأعمال، والشركة ككل (Hail, 2013). وتعتبر المعلومات بشأن قيمة الشركة من المعلومات الضرورية التي يحتاجها المطلون الماليون والمستثمرون والمقرضون والمشاركون الآخرون في سوق المال، وذلك لاتخاذ العديد من القرارات الاقتصادية المرتبطة بأداء الشركة في السوق (Wang & Smith, 2009).

كما يعتمد قياس قيمة الشركة على استخدام العديد من مداخل التقييم التي تعتمد على المعلومات المحاسبية (Plenborg, 2000; Imam et al., 2013) وهناك اتجاه الآن في الأدب المحاسبي يهتم بدراسة ملاءمة الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية Value Relerance والتي تختبر العلاقة بين الأرقام المحاسبية والقيمة السوقية للشركة، مقاسة بأسعار وعوائد الأسهم، إلا أن هذه الدراسات تتجاهل المتغيرات الأخرى المؤثرة علي كل من أسعار الأسهم والمعلومات

المتولدة من النظام المحاسبي، مثل متغيرات البيئة المؤسسية على مستوى الكلي للدولة وعلى مستوى الشركة، كما لا تعكس بدقة كيفية تأثير المعلومات المحاسبية على معتقدات المستثمرين (Hail, 2013). ومن المنطقي أن يكون لهذه المتغيرات تأثير على العلاقة بين المعلومات المحاسبية وقيمة الشركة، هذا فضلا عن مدى استيفائها للخصائص النوعية للمعلومات الأساسية التي حددها مجلس معايير المحاسبة الدولية في الإطار المفاهيمي وهي؛ الملاءمة، والتمثيل العادل Faithful Presentation. ولهذا ظهر في الأونة الاخيرة اتجاه بحثي يدرس مدى تأثير العلاقة بين المعلومات المحاسبية وقيمة الشركة بمتغيرات البيئة المؤسسية، سواء على مستوى الدولة، أو على مستوى الشركة، أو على مستوى منشأة المحاسبة والمراجعة، وذلك في ظل تطبيق اطر تقرير مالي مختلفة والخصائص السلوكية لمتخذي القرار.

وتعمل الوحدات الاقتصادية في بيئة تتضمن العديد من المخاطر¹ وظروف عدم التاكيد. كما أن تطور أسواق المال زاد من استخدام الأساليب الجديدة لإدارة المخاطر. وتتعلق المخاطر المالية بالخسائر المحتملة في الأسواق المالية فالتحركات في المتغيرات المالية مثل سعر الفائدة ومعدلات أسعار صرف العملات الأجنبية وأسعار

¹ تعني المخاطر عدم التأكد الممكن الخاص بالتدفقات النقدية مما يؤثر على القيمة العادلة للأصول، والالتزامات، أو قيمة التدفقات النقدية المتعلقة بالعمليات المستقبلية للوحدة. ويساعد تصنيف هذه المخاطر المستخدمين في تحديدها وفهمها والرقابة عليها. ويرى (IASB, 2010; Bunea- Bontas, 2009; FASB, 2008) ان المخاطر المالية Financial risks تتضمن: مخاطر السوق Market risk او ما يعرف بالمخاطر المنتظمة systematic risk ، وهي مخاطر تقلب القيمة العادلة أو التدفقات النقدية للدالة المالية، بسبب التغيرات في أسعار السوق. ومن اهم مخاطر السوق؛ مخاطر سعر الصرف Exchange rate risk، والتي تشير إلى أن القيمة العادلة أو التدفقات النقدية المستقبلية متأثر بالتغيرات في أسعار الصرف الأجنبي، إلى جانب مخاطر سعر الفائدة Interest rate risk ، مخاطر سعر السلعة Commodities risk . وتضم المخاطر المالية؛ مخاطر الائتمان Credit risk، ومخاطر السيولة Liquidity risk . كما يعتمد قياس المخاطر على حساب حجم المخاطر التي ستعرض لها الشركة، وهذه العملية لها طرق وآلياتها الخاصة بها، التي تبنى على ربط العائد بالمخاطر.

السلع والأسهم تخلق مخاطر لمعظم المنشآت، فالنشاط الإقتصادي اصبح أكثر تعرضاً للمخاطر مما يستدعي العمل على ضرورة إدارة والتحكم في هذه المخاطر (Smith et al.,1990; Jorion, 1990; 1997; Khan&Zuberi, 1999; Chance, 2001; Servaes et al.,2009; Bartram et al., 2009; Glaum &Klocker, 2011).

وقد طورت العديد من الدراسات السابقة اطاراً نظرياً لشرح الدافع وراء ادارة المخاطر، وقد قدمت الادلة الكافية علي ان التحوط كاداة لادارة المخاطر يضيف قيمة الي الشركة. ومع ذلك، فان تأثير الإفصاح عن أنشطة التحوط، لم يتم تناوله الا في اطار محدود، علي قيمة علاوة التحوط في قيمة الشركة، مما كان دافعا الي تناول العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن التحوط وقيمة الشركة، وسوف يتم استخدام التحوط لمخاطر سعر الصرف كمتغير لادارة المخاطر باستخدام التحوط المحاسبي في الشركات المصرية غير المالية المقيدة في البورصة المصرية.

ويعتبر التحوط نشاطاً ناتجاً عن قرار اداري تمويلي تتخذه إدارة الوحدة الإقتصادية لمقابلة أو معادلة Offsetting الخسائر الناتجة عن التغيرات في القيمة العادلة أو التدفقات النقدية للأصول أو الالتزامات المالية أو المعاملات المستقبلية المتوقعة. ويوصف التحوط بأنه عملية المعادلة للمخاطر التي تتعرض لها الوحدة الإقتصادية، خاصة المخاطر المالية والتي يمكن ادارتها بالأدوات المالية وخصوصاً المشتقات المالية وتعد المخاطر المالية هي أكثر المخاطر التي تواجهها الشركات غير المالية، وأهمها؛ مخاطر سعر الصرف، مخاطر سعر الفائدة، مخاطر أسعار السلع الأساسية (Servaes et al., 2009; Bartram et al., 2009; Glaum & Klocker, 2011; Frazier, 2014).

وهناك عدد كبير من الدراسات السابقة تغطي ادارة المخاطر والتحوط والخصائص التشغيلية وتأثيرها على قيمة الشركة، ولكن الدراسات بشأن الشفافية والافصاح عن التحوط كان توجهها على المستوي التنظيري فقط. وان مفهوم الشفافية¹ ظاهرة حديثة نسبيا وقد لاقى الكثير من الاهتمام البحثي والعلمي في الاونة الاخيرة، حيث انه من المفترض انه كلما زاد الافصاح عن المعلومات زاد تماثل المعلومات وانخفض عدم تماثل المعلومات بين الشركة واصحاب المصالح، وان زيادة مستوي الافصاح عن المعلومات يؤدي الي انخفاض مستوي المخاطر وكذلك مستوي عدم التاكيد من قبل المستثمرين في الشركة، وان زيادة مستوي الشفافية يؤدي الي خلق قيمة للشركة (Frossbaeck & Oxelheim, 2006; Leuz & Wysocki, 2008). فقد توصلت دراسة (Muller & Verschoor, 2008) ان الافصاح عن ادارة المخاطر يخلق قيمة للشركة حيث وجدت ان هناك علاقة ايجابية بين الافصاح عن استخدام مشتقات العملة كاداة لادارة مخاطر سعر الصرف التي تتعرض لها الشركة. وقد كانت الدراسة الوحيدة في حدود علم الباحث، التي تختبر تلك العلاقة. وكذلك فانه يوجد ندرة في الدراسات التي تناولت العلاقة بين الافصاح عن ادارة المخاطر باستخدام التحوط و خلق قيمة للشركة وهذا ما يوفر فرصة للبحث في هذا المجال لتوفير بعض الادلة بشأن الافصاح المحاسبي عن التحوط ضد مخاطر سعر الصرف وخلق قيمة للشركة.

وفي الاقتصاديات الصغيرة والناشئة، التي تعتمد علي الاستيراد، مثل الاقتصاد المصري، فان الشركات المصرية تكون مرتفعة النشاط في ساحة التجارة الدولية

¹ الشفافية : وفقا لمؤشر ستاندرز اند بورز S&P هي الافصاح الكافي في الوقت المناسب عن المعلومات التي توضح الاداء المالي والتشغيلي للشركة، ويجب ان تتصف هذه المعلومات بالملاءمة والقابلية للفهم.

وتشارك بنسبة مرتفعة وملحوظة في أنشطة الاستيراد وتعتمد علي حركة التجارة الخارجية ويعتبر ذلك مؤشرا علي ان هذه الشركات تتعرض لمستوي مرتفع من المخاطر المرتبطة بالاقتصاد الكلي والمعروفة بمخاطر السوق وتمثل في؛ مخاطر سعر الصرف، ومخاطر سعر الفائدة، ومخاطر السلع الاساسية. الي جانب الظروف السياسية والاقتصادية الي تمر بها البلاد وتداخل السياسات النقدية التي يصدرها البنك المركزي بعد انخفاض الاحتياطي النقدي من العملات الاجنبية مما ادي الي زيادة نشاط السوق الموازية بشكل مبالغ فيه خصوصا بعد زيادة صرامة السياسات البنكية في صرف احتياجات تلك الشركات من العملات الاجنبية مما ادي الي زيادة مخاطر سعر الصرف في تلك الفترة. وعلي ذلك فان السوق المصرية تعتبر بيئة ممتازة لاختبار مدي تاثير الافصاح عن ادارة مخاطر سعر الصرف الاجنبي باستخدام التحوط علي قيمة الشركة بسبب ارتفاع مخاطر سعر الصرف.

2- مشكلة البحث:

تعد مشكلة تقلبات أسعار صرف العملات والمخاطر المرتبطة بها إحدى أهم المشكلات التي تواجه الوحدات الاقتصادية على اختلاف أنواعها، وخاصة في الصناعات غير المالية، وفي مختلف دول العالم، والتي تعاني من التقلبات في أسعار صرف عملاتها الوطنية أو أسعار صرف عملات الدول الأخرى المتعاملة معها. فضلا عن ذلك؛ تعاني العديد من الوحدات الاقتصادية، ذات الأنشطة الدولية، مشكلات متعددة في نشاط أعمالها ناشئة في جزء كبير منها من التقلبات غير المتوقعة في أسعار صرف العملات الأجنبية الأمر الذي يؤدي إلى تعطيل تحقيق أهدافها المرغوب فيها. لذا فقد اخذت الشركات في البحث عن وسائل تمكنها من تجنب المخاطر المتوقعة وغير المتوقعة من تقلبات أسعار الصرف عن طريق

التضحية بارباح محتملة الوقوع في المستقبل اوتقليل الخسائر المتوقعة. وهذا ما يطلق عليه التحوط ضد تقلبات أسعار صرف العملات الاجنبية Hedging foreign currency exchange rate. وتأسيسا على ان ادارة الشركة معنية بتصميم وتنفيذ ومتابعة وتقييم نظم ادارة المخاطر والتي من أكثرها أهمية محاسبة التحوط بصفة عامة ومحاسبة التحوط لمخاطر سعر الصرف علي وجه الخصوص ومدى تأثير استخدام محاسبة تحوط سعر الصرف على قيمة الشركة، فإن هذه العلاقة تتأثر ببعض الخصائص التشغيلية للشركات غير المالية ومنها؛ حجم الشركة، والرافعة المالية، ومعدلات الربحية، ومدى الالتزام الحوكمي، وعمر الشركة. ويمكن التعبير عن مشكلة البحث في الاجابة نظريا وتطبيقيا على الاسئلة التالية:

- ماهي محددات التحوط ضد مخاطر سعر الصرف؟
- ماهي اهم متطلبات الافصاح المحاسبي عن التحوط لمخاطر سعر الصرف؟
- ما المقصود بقيمة الشركة وماهي أهم مقاييسها؟
- هل يؤثر الافصاح المحاسبي عن التحوط ضد مخاطر سعر الصرف على قيمة الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية؟
- هل تتأثر العلاقة بين الافصاح المحاسبي عن تحوط سعر الصرف وقيمة الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية ببعض الخصائص التشغيلية للشركات غير المالية ومنها؛ حجم الشركة، الرافعة المالية، ومعدلات الربحية؟

3- هدف البحث:

يهدف هذا البحث إلى دراسة وتحليل واختبار العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن التحوط، كأداة لادارة المخاطر المالية بصفة عامة ومخاطر سعر الصرف علي وجه الخصوص، وقيمة الشركات غير المالية المقيدة في البورصة المصرية في ظل مجموعة من الخصائص التشغيلية للشركات غير المالية ومنها؛ حجم الشركة، والرافعة المالية، ومعدلات الربحية والتي تؤثر علي هذه العلاقة.

4- اهمية ودوافع البحث:

تبرز أهمية البحث أكاديمياً، من ندرة الابحاث التطبيقية التي تناولت نموذج محاسبة التحوط في الشركات غير المالية إذ ان الدراسات التي تمت في هذا الصدد كانت ما بين دراسات وصفية تحليلية ودراسات مسحية في الصناعات المالية. كما ان هذه الدراسة ستقوم باختبار تطبيق متطلبات محاسبة التحوط وقيمة الشركة.

وترجع اهمية هذا البحث عمليا في جمهورية مصر العربية إلى الظروف السياسية والاقتصادية التي مرت بها الدولة والتي ادت إلى العجز في النقد الاجنبي وزيادة نشاط السوق السوداء للعملات الاجنبية، بما ادي إلى زيادة حاجة الشركات، وخاصة الشركات غير المالية، إلى توفير اساليب بديلة لسد احتياجها من العملات الاجنبية وزيادة مخاطر تقلبات اسعار الصرف الناتجة عن انخفاض قيمة الجنية المصري (العملة الوطنية والوظيفية للشركات) مما تسبب في مواجهة الشركات لمخاطر تقلبات سعر الصرف واللجوء لمشتقات العملة كأدوات للتحوط لمخاطر سعرالصرف، وقد ادي هذا الي زيادة الحاجة إلى تطبيق قواعد محاسبية بديلة للقواعد

التقليدية للحد من تقلبات التدفقات النقدية، والتي ستؤثر على قيمة الشركة وذلك باستخدام متطلبات نموذج محاسبة التحوط.

5- حدود البحث:

وفقا لاهداف البحث ومشكلته فان البحث سيقصر على تناول متطلبات الافصاح المحاسبي عن التحوط كأداة لادارة المخاطر المالية في الشركات غير المالية دون التطرق إلى الانواع المختلفة من المخاطر والاساليب الاخرى لادارة مخاطر المنشأة وذلك وفقا للاصدارات المحاسبية ذات الصلة. وسيقتصر التطبيق على الشركات غير المالية المقيدة في البورصة دون الشركات التي تعمل في الصناعات المالية. وأخيرا فإن قابلية النتائج للتعميم مشروط بضوابط اختيار عينة الدراسة.

6- خطة البحث:

انطلاقا من مشكلة البحث وهدفه واهميته وحدوده سوف يستكمل البحث على

النحو التالي:

- ادارة المخاطر المالية باستخدام التحوط.
- نموذج الافصاح المحاسبي عن التحوط ضد مخاطر سعر الصرف وفقا للاصدارات المحاسبية والدراسات السابقة.
- تحليل العلاقة بين الافصاح المحاسبي عن التحوط ضد مخاطر سعر الصرف وقيمة الشركة واشتقاق فروض البحث.
- منهجية البحث.
- نتائج البحث والتوصيات ومجالات البحث المقترحة.

7- إدارة المخاطر المالية باستخدام التحوط :

ينبغي علي ادارة الوحدات الاقتصادية أن تستخدم استراتيجيات مالية فعالة لإدارة المخاطر. ولعل من أهم الاساليب المستخدمة أهمية علي الاطلاق التحوط المالي. و تتنوع المخاطر¹ التي تواجهها إدارة المنشأة، فمنها ما يتعلق بالبيئة الإقتصادية التي تعمل فيها الوحدة الاقتصادية ومنها ما يتعلق بالبيئة التشغيلية. وسوف يتم التركيز على المخاطر المالية ومنها مخاطر السوق، وهي ماتعرف بالمخاطر المنتظمة، وبشكل خاص المخاطر الناجمة عن التقلبات في أسعار السلع وأسعار صرف العملات وأسعار الفائدة وأسعار الأسهم والتركيز على التقلبات في معدلات صرف العملات على وجه الخصوص. وتعلق المخاطر المالية² ،

¹ تشير المخاطر المالية إلى أي خسارة تحدث بسبب الظروف الاقتصادية، مثل أسعار صرف العملات الأجنبية والمشتقات المالية، ومخاطر السيولة ومخاطر الائتمان. بينما تشير المخاطر الاستراتيجية إلى عدم التأكد من خسارة المنظمة ككل والخسارة قد تكون ربحية أو غير ربحية، في حين يشير (Mango 2007) إلى أنه لا يوجد تعريف محدد للمخاطر الاستراتيجية بسبب عدم القدرة على التحديد الجيد لها وفهمها. وقد تنشأ المخاطر الاستراتيجية من العوائق التنظيمية والسياسية أو الابتكارات التكنولوجية. وحددت لجنة بازل (2001) المخاطر التشغيلية علي انها مخاطر الخسارة المباشرة، أو غير المباشرة، الناتجة عن عدم كفاية او فشل العمليات الداخلية، أو الافراد، والنظم او من الأحداث الخارجية. وترتبط المخاطر التشغيلية أكثر بالمشاكل الداخلية، مثل تزوير الموظف ومديري الشركات، والفصل بين الواجبات، ومخاطر المعلومات وعيوب المنتج.

² المخاطر المالية تتضمن:

- أ- مخاطر السوق (المخاطر المنتظمة): وهي المخاطرات الناتجة عن تقلب القيمة العادلة أو التدفقات النقدية لاداءة المالية بسبب التغيرات في أسعار السوق . وتتمثل عوامل مخاطر السوق في:
 - مخاطر سعر الصرف: ويشير إلى تأثير القيمة العادلة أو التدفقات النقدية المستقبلية بالتغيرات في أسعار الصرف الأجنبي.
 - مخاطر سعر الفائدة: وهي المخاطر الناتجة عن تقلب القيمة العادلة أو التدفقات النقدية المستقبلية بسبب التغيرات في أسعار الفائدة السوقية.

بالخسائر المحتملة في الأسواق المالية، فالتحركات أو التقلبات في المتغيرات المالية مثل سعر الفائدة ومعدلات أسعار صرف العملات الأجنبية وأسعار السلع والأسهم، تخلق مخاطر لمعظم المنشآت لان النشاط الإقتصادي أصبح أكثر مخاطرة مما يستدعي العمل على ضرورة إدارة والتحكم في هذه المخاطر (Smith et al.,1990; Jorion, 1990; 1997; Khan&Zuberi, 1999; Chance, 2001).

وتتمثل **مخاطر سعر الصرف** في درجة التقلب في سعر صرف عملة معينة نسبة إلى العملات الأخرى، أو إلى العملة المرجعية (Shapiro, 2003). وتعد تقلبات أسعار الصرف من المخاطر السوقية التي تواجه الشركات العاملة في المجال الدولي، إذ تنشأ المخاطر السوقية بسبب حساسية الشركات للتقلبات لعوامل عديدة تتمثل في أسعار السلع وأسعار الصرف وأسعار الفائدة، وتلعب قوى السوق دوراً كبيراً في تحديد تلك العوامل. وقد تكون تقلبات أسعار الصرف مصدراً لمخاطر إضافية، أو أن تخفض تلك المخاطر. ويعتمد ذلك على حجم تلك التقلبات واتجاهاتها، أو هي حالة عدم التأكد حول السعر الذي من الممكن أن تبادل به العملة المحلية بدلالة العملة الأجنبية مستقبلاً ، وهذا يعني انه، وفي حالة شراء العملة الأجنبية ، فان السعر الذي تحول به التدفقات النقدية الأجنبية المتوقعة إلى العملة المحلية يكون

- **مخاطر سعر السلعة:** وهي المخاطر الناتجة عن تغير القيمة العادلة أو التدفقات النقدية المستقبلية للاداء المالية نتيجة للتغيرات في أسعار السوق والعوامل الخاصة بالاداء المالية منفردة أو مصدرها أو العوامل التي تؤثر على الأدوات المالية المتشابهة المتداولة في السوق.

ب- **مخاطر الائتمان:** وهي المخاطر الناتجة عن ان أحد أطراف الاداء المالية يسبب خسائر مالية للطرف الأخر بالفشل في الوفاء بالتعهد.

ج- **مخاطر السيولة:** وهي مخاطر مواجهة الوحدة صعوبات في الوفاء بتعهداتها المرتبطة بالالتزامات المالية أو في بيع الاداء المالية بسرعة بقيمها العادلة. (Bunea- Bontas, 2009; IASB, 2010; FASB, 2008)

غير مؤكد (Sharpe & Alexander,1990). ويطلق على العلاقة بين قيمة المنشأة معبرا عنها بسعر السهم أو عوائده والتقلبات غير المتوقعة في سعر الصرف بالتعرض لمخاطر أسعار الصرف (Jorion,1990).

ويُعرف التحوط ؛ بأنه عملية التعويض أو المعادلة Offsetting للمخاطر التي تواجهها المنشآت خاصة المخاطر المالية والتي من الممكن ادارتها باستخدام الأدوات المالية وخصوصا المشتقات المالية. وفي الأسواق المالية الأكثر كفاءة، فان التحوط المالي على مستوي الشركة لن يكون ضروريا لان الشركة يكون لديها القدرة على بناء تحوط تلقائي أو طبيعي بدون اي تكاليف اضافية. ومع ذلك، في ظل الافتراضات الأكثر واقعية بعدم تماثل المعلومات، تكاليف الازمة المالية، الضرائب، الاشكال المختلفة لعدم كفاءة الأسواق فان التحوط المالي Financial hedging يمكن ان يزيد من قيمة الشركة. اذا كانت تكاليف التحوط لا تزيد عن الزيادة المحتملة في قيمة الشركة، لذلك فان المشتقات علي ما يبدو محدد مهم لقيمة الشركة السوقية (Froot et al., 1993; Smith & Sultz,1985; Aretz et al. 2007; Glaum & Klocker,2011; Sprcic& Sevic, 2012; Gómez-González et al.,2012) وتستخدم الشركات غير المالية التحوط المالي، والتحوط التشغيلي¹ وقد طور المهنيين الأدوات المالية المشتقة في سبعينيات القرن الماضي كأداة تحوط للمخاطر التي تتعرض لها الشركة (Afza & Alam, 2011).

¹ التحوط التشغيلي؛ يتمثل في استخدام الشركات استراتيجيات التنويع من أجل الحد من مخاطر السوقية للشركات كمدخل؛ عن طريق الاستثمار في أي مشروعات خارج الحدود الجغرافية أو في مشروعات غير مترابطة. وعلى الرغم من ان هذه الاستراتيجية توفر دعم للشركة، الا انها تعتمد على أسعار صرف اجنبي معومة مما يجعل التدفقات النقدية المتوقعة أكثر عرضة لتقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف. وبالتالي تدخل الشركات في سياسات التمويل الأكثر خطرا، مثل ارتفاع السيولة، وانخفاض الرفع المالي والنفقات الاستثمارية من أجل التأكيد للمستثمرين توافر ما يكفي من

ولقد تعددت الدراسات التي تناولت دوافع ومحددات استخدام المشتقات المالية¹ كأدوات للتحوط بالإضافة إلى الاهداف الأساسية من وراء هذا الاستخدام. ويرى

الأموال للتمويل للدوافع الوقائية، ولكن من ناحية أخرى تزيد سياسات التمويل هذه من تكلفة الفرصة البديلة بالنسبة للشركات.

¹ المشتقات المالية هي " اداة مالية تتغير قيمتها تبعاً للتغير في سعر فائدة محدد أو سعر ورقة مالية أو سعر سلعة معينة أو سعر صرف احدي العملات أو احد مؤشرات الأسعار أو اي متغير مماثل، كما انها لا تتطلب استثمار مبدئي أو قد تتطلب استثماراً أساسياً ضئيل القيمة اذا ما قورنت بالعقود الأخرى والتي لها نفس الاستجابة للتغيرات في ظروف السوق. كما انها يتم سدادها أو تسويتها في تاريخ مستقبلي، ومن اهم انواع المشتقات: العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود المبادلات أو المقايضات، عقود الخيارات" (IAS 39, 1998). كما اشار معيار المحاسبة الامريكي SFAS 133 ان المشتقات لها عدة خصائص رئيسية؛ على انها اي اداة أو عقد أخر تتوفر فيه الخصائص الاتية؛ 1) ان يكون للاداة أساس Underlying ويكون للأساس قيمة اسمية Notional value أو أكثر وكذلك شروط السداد، وتستخدم هذه الخصائص لتحديد قيمة التسوية وفي بعض الاحيان في تحديد ما اذا كانت هناك حاجة إلى تسوية من عدمه. 2) الا يتطلب الاستحواذ على الاداة صافي استثمار مبدئي أو يتطلب الاستحواذ عليها استثماراً مبدئياً يقل عن صافي الاستثمار المطلوب للحصول على عقود أخرى يتوقع لها نفس الاستجابة للتغيرات في العوامل السوقية. 3) ان تسمح شروط الاداة بصافي تسوية أو يمكن تسويتها بسهولة بوسائل خارج العقد.

تعد المشتقات المالية حقوقاً مالية تحل محل حقوق مالية أخرى، لأن قيمة الأداة المشتقة تتوقف على قيمة الأصل الذي يحملها حقوقاً عليه، وهي تشمل على مجموعة من الأدوات المالية أهمها ؛ 1) العقود الآجلة: وهي عقود تبرم بين طرفين، مشتري وبائع للتعامل على أصل ما، وهذه الاتفاقية التعاقدية يتم بموجبها شراء أو بيع عملة أو بضاعة أو أداة مالية معينة على أساس سعر يتحدد عند التعاقد،

2) العقود المستقبلية : وهي عقود يتم من خلالها تسليم واستلام سلعة أو أصل مالي في وقت محدد في المستقبل ويتحدد السعر وقت إنشاء العقد،

3) حقوق الخيار : وهي اتفاقيات تعاقدية، تبرم بين طرفين مشتري ومحرر، ويعطي العقد للمشتري الحق في شراء أو بيع عدد وحدات من أصل ما بسعر يحدد لحظة التعاقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، عقد الخيار الذي يمكن المتعاملين من تحويل توقعاتهم بارتفاع أو انخفاض السعر للأصل المالي إلى التنفيذ الفعلي من خلال الحق في استبدال أصل معين بآخر

البعض (De Marzo & Duffie, 1992; Fok et al 1997; Bodnar & Gbhardt, 1999; Glaum, 2002; Ge'czy et al., 2007; Aretz et al. 2007; Glaum & Klocker, 2009; 2011; Sprcic & Sevic, 2012; Gómez-González et al., 2012; Zhang, 2013) ان هناك العديد من الدوافع الادراية التي تحفز إدارة الشركة على اتخاذ قرار التحوط بالمشتقات، والتي تمثلت في ملكية الادراة (حصص المديرين)، وتجنب الإدارة للمخاطر، وعدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة. لان التحوط يحقق مصالح المديرين ايضا لأن النسبة الأكبر من محافظ المديرين الشخصية مستثمرة في الشركة في صورة الدخل من الاجور وبالتالي يكون لدي المدير دافعا قويا نحو التحوط نظرا لان كل من المدير والملاك يحققون دخلا من المنشأة، فضلا عن ان النسبة الاكبر من محافظ المديرين الشخصية تعتمد على اداء المنشأة وبالتالي يزداد الدافع نحو التحوط من اجل تقليل مخاطر المحافظ. وبالتالي يمكن القول أن النسبة الاكبر من الملكية من جانب الإدارة يكون لديها دافع اكبر نحو التحوط باستخدام الأدوات المالية المشتقة. وهناك دافعا آخر لقيام الإدارة بالتحوط، والذي يتمثل في عدم تماثل المعلومات بشأن كفاءة الإدارة، اذا تسعي الإدارة من خلال عملية التحوط إلى اثبات كفاءتها في سوق العمل

بسرر محددد، وفي موعدد محدد في المستقبل، ومن ثم يتم تحويل التوقعات فعليا إلى حق الشراء أو حق البيع.

(4) **المبادلات** : التزامات لتبادل مجموعة من التدفقات النقدية بأخرى، وبالنسبة لمقايضات أسعار العملات، عادة ما تقوم الأطراف الأخرى بتبادل دفع العملات بسرر ثابت و بسرر عائم وبعملة واحدة، وتتنوع هذه الأدوات وفقا لطبيعتها ومخاطرها وآجالها التي تتراوح بين 30 يوما وعام أو أكثر، كما تتنوع هذه الأدوات تبعا لدرجة تعقيدها.

لان قدرة وقيمة الإدارة تتحدد بناءا على اداء المنشأة فان الإدارة تسعى من خلال القيام بعملية التحوط إلى اثبات كفاءتها وبالتالي رفع قيمتها فى سوق العمل.

وهناك بعد آخر يرتبط بهيكل الملكية وهو مدى تواجد الملكية ذات الشكل المؤسسي، حيث اشار (Moyer et al, 1989) إلى ان وجود هذا النمط من الملكية يفرض على الإدارة ضغوطا رقابية اكبر ويحد من سلوكها الانتهازي، الامر الذي يدفع الإدارة إلى ضرورة القيام بالانشطة التي تعزز من القيمة بشكل اكبر ومن بينها نشاط التحوط، وبالتالي يمكن القول ان وجود الملكية ذات الشكل المؤسسي يرتبط ايجابيا باحتمال قيام المنشأة بالتحوط.

وهدفت دراسة (Sarmas, 2005) لاختبار المحددات المؤثرة على قرار تحوط الشركات؛ الالتزامات الضريبية للشركة، وتكاليف الأزمات المالية وتكاليف التعاقد على سياسة التحوط للشركات. وافترضت ان التحوط يمكن أن يقلل من الضرائب، وتكاليف الازمة المالية، والتكاليف التعاقدية. وهدفت الدراسة إلى تحديد ما إذا كان هناك مبررات منطقية لتحوط الشركات. تشير نتائج الدراسة إلى أن استراتيجية التحوط يجب أن تصبح جزءا لا يتجزأ من عمليات الشركات الحديثة. وهناك قضايا أخرى ذات صلة يتعين معالجتها مثل نوع المخاطر التي ينبغي تغطيتها، استراتيجية التحوط الجزئية مقابل الكاملة، واختيار أدوات التحوط. كما اوضحت الدراسة ان هناك مبررات هامة وراء استراتيجية التحوط، حيث يمكن أن تتأثر استراتيجية التحوط بالمحددات التالية؛ الدوافع الإدارية (تجنب المديرين للمخاطر)، ضرائب الشركات، تكلفة الازمة المالية، عدم كفاءة أسواق رأس المال Markets Imperfections، والتكاليف التعاقدية.

وتشير دراسة (Lins, et al, 2011) ان ادارة المخاطر تخفض من تكلفة الازمات المالية، وتسمح للشركات بوضع أفضل خطة وتمويل المشاريع الاستثمارية، وتزيد من المزايا الضريبية من تمويل الدين، ويقلل من مدفوعات الضرائب للشركات التي تواجه معدلات ضريبة الدخل تصاعدية. كما يخفض التحوط من عدم تماثل المعلومات بين الشركة وأصحاب المصالح فيها، ويسهل التعاقد. كما أن إدارة المخاطر يمكن أن تقلل من الضوضاء، وبالتالي تساعد المستثمرون الخارجيين في تحديد المديرين المهرة. وكل ذلك يعني أن ادارة المخاطر تحسن من قيمة الشركة.

وعرضت دراسة (Sprcic& Sevic, 2012) نتائج البحوث بشأن العوامل المحددة لقرارات إدارة المخاطر في الشركات الكرواتية والسوفينية الكبير غير المالية. وكشفت الأبحاث أن مبررات التحوط لها قوة تنبؤية قليلة في تفسير قرارات إدارة المخاطر في كل من الشركات الكرواتية والسوفينية على حد سواء. واعتمدت الدراسة علي دراسة العلاقات التجريبية المتعددة المتغيرات وذات المتغير الواحد بين قرار التحوط في الشركات الكرواتية غير المالية وتكاليف الأزمات المالية والتمويل الخارجي المكلف والضرائب وتكاليف الوكالة وبدائل التحوط، وفشل الدليل التجريبي في تقديم أي دعم لأي من الفروض التي تم اختبارها ولكن واحد فقط - تكلفة تمويل الاستثمار الخارجي مقاسا بنسبة نفقات الاستثمار إلى الأصول. وأجرى نفس التحليل للشركات السوفينية وأظهر النتائج أنه لا يوجد متغيرات تفسيرية جوهرية من الناحية الإحصائية لقرار التحوط، ولذلك فهي لا تعتمد على اي من النظريات التنبؤية للتحوط.

ويعتقد الباحث بأهمية نتائج الدراسات السابقة حول العوامل المحددة لقرارات ادارة مخاطر الشركات غير المالية باستخدام التحوط حيث تؤثر المخاطر المالية الناتجة

من تقلبات الأسعار ومخاطر أسعار الصرف، وأسعار الفائدة بشكل مباشر أو غير مباشر على قيمة الشركة. وما إذا كانت الشركات غير المالية وتعرضها لمخاطر أسعار الصرف وأسعار الوقود وأسعار السلع، أو شركة ذات الرفع المالي المرتفع وتعرضها لمخاطر سعر الفائدة، وما إذا كانت كيفية ومدى إدارة هذه المخاطر يلعب الآن دورا رئيسيا في نجاح أو فشل الاعمال. أن خلق قيمة للشركة هي الهدف الاساسي بسبب عدم كفاءة سوق رأس المال. وبناء علي ذلك يمكن القول ان هناك العديد من محددات للتحوط وتشمل ما يلي:

والمحدد الاول للتحوط؛ أنه يمكن للشركات ان تخفض تكاليف الازمات المالية. فان الشركات سيكون لديها حوافز للحد من احتمال تعرضها للازمة، وبعد التحوط أحد الأساليب التي تمكن الشركة من أن تقلل من تقلبات ارباحها. وبتخفيض التباين في التدفقات النقدية للشركة أو الأرباح، ويخفض التحوط من احتمال حدوث الازمة، وبالتالي التكاليف المتوقعة للازمة المالية. حيث ان إدارة مخاطر الشركة تخفض من تكاليف الازمة المالية، الأمر الذي يؤدي إلى نسبة ديون مثالية ووفورات ضريبية علي الديون الإضافية مما يزيد من قيمة الشركة.

والمحدد الثاني للتحوط ، هو الحد من تقلبات التدفقات النقدية، حيث يمكن الشركات من تخفيض تكاليف الوكالة، وهناك ثلاثة أسباب قوية لذلك ؛ **أولا،** يخفض التحوط من عدم التأكد من خلال تمهيد تيار التدفق النقدي وبالتالي تخفيض تكاليف الديون. ولان تكلفة الوكالة نشأت من قبل الإدارة، ولافتراض عدم تماثل المعلومات بين الدائنين والإدارة، فان التحوط سيزيد من قيمة الشركة. وبالتالي تختار الادارة التحوط بعقلانية. **ثانيا،** بالنظر إلى وجود تمويل الديون، فان تمهيد التدفق النقدي من خلال التحوط ضد مخاطر سعر الصرف سيخفض من المخاطر بالاضافة إلى مشاكل نقص الاستثمارات. **وثالثا،** يمكن تخفيض احتمال الازمة المالية

وبالتالي يزيد دوران العلاقات التعاقدية بين المساهمين. وتحسين سمعة الشركات بانه عن طريق الحد من تقلبات التدفقات النقدية، يمكن للشركات ان تخفض الضرائب المتوقعة.

المحدد الثالث، إذا كانت الشركة تواجه ضريبة عالية فان قيمة الشركة بعد الضرائب هي دالة لقيمة قبل الضريبة. إذا كان التحوط يخفض من قيمة الشركة قبل خصم الضرائب، فمن المتوقع أن تتخفض الالتزامات الضريبية، وبالتالي زيادة قيمة الشركة بعد الضريبة طالما أن تكلفة التحوط ليست كبيرة جدا. وعن طريق تخفيض متوسط سعر الضريبة علي المدى الطويل.

المحدد الرابع يمكن تخفيض تقلبات تدفق نقدي من تحسين احتمال الحصول علي أموال داخلية كافية للاستثمارات المخططة واستبعاد الحاجة إلى وقف المشاريع المربحة أو تحمل تكاليف معاملات للحصول على التمويل الخارجي، فان الشركات ذات المشروعات الاستثمارية الطالبة للتمويل ستتحوط لتدفقاتها النقدية لتجنب حدوث نقص في أموالهم، الأمر الذي قد يزيد من تكلفة رأس المال. وبالتالي فان الشركات ذات فرص النمو الشركات وتواجه تكاليف مرتفعة عندما تحتاج لأموال في ظل الأزمات المالية سيكون لديها حافز للتحوط أكثر. كما انه وفقا لنظريات إدارة المخاطر، تتحوط الشركات بشكل أمثل اذا كانت الاسواق غير كفاء تؤدي إلى تقلبات مكلفة ومن خلال التحوط تكون الشركات قادرة على الحد من تكلفة الازمات المالية ومقدار ضريبة الشركات. كما يمكن أن تقلل من احتمال تعرض الشركات لالزامات المالية، وبالتالي زيادة القدرة على الحصول علي قروض، والمزايا الضريبية المرتبطة بها، وعندما يكون التمويل الخارجي أكثر تكلفة، فان التحوط يمكن ان يجعل الشركة تتأكد من أن لديها ما يكفي من التدفقات النقدية لتمويل الاستثمارات داخليا.

وأخيراً، يحسن التحوط المالي من المحتوى الاعلامي لأرباح الشركات كمؤشر لقدرات الإدارة، كما تقدم دليلاً على أن أسواق الأسهم تكافئ الشركات ذات الأرباح المتزايدة وإعطاء المديرين حافزاً إضافياً لتجنب التقلبات. وتم تحديد المحاسبة عن المشتقات المالية في معايير التقرير المالي الدولية والتي أثارت جدلاً كبيراً بشأن تأثيرها على إدارة مخاطر الشركات. فالبعض جادل بأن محاسبة التحوط باستخدام قياس القيمة العادلة يجعل استخدام المشتقات أكثر شفافية، ويوفر صورة أفضل عن تعرض الشركة للمخاطر. وهذا يشجع على الاستخدام الأمثل للمشتقات، كما هو الحال في حالة عدم التماثل في المعلومات ويحسن من المحتوى الاعلامي لأرباح الشركات كمؤشر لاداء الشركة.

8- التحوط ضد مخاطر سعر الصرف من منظور الاصدارات المحاسبية والدراسات الأكاديمية:

سوف يقوم الباحث باقتراح نموذج لمحاسبة التحوط استناداً إلى تحليل الاصدارات المحاسبية والدراسات الأكاديمية ذات الصلة، كما يلي:

7-1 - نموذج الافصاح المحاسبي بشأن التحوط ضد مخاطر سعر الصرف وفقاً لمعايير محاسبة التحوط :

يخلص الباحث من تحليل الاصدارات المحاسبية ذات الصلة¹، IFRS 7، ASC,815²، IFRS 9¹ معيار المحاسبة المصري رقم 40، 25، و 26³ إلى

¹ فيما يتعلق بالعرض والافصاح فقد اصدر IASB معيار المحاسبة الدولي رقم 32 IAS32 "الادوات المالية: العرض والافصاح"، المناظر لمعيار المحاسبة المصري رقم 25، ونتيجة للتعديلات العديدة التي اجريت علي هذا المعيار فقد تم تعديله باصدار معيار التقرير المالي الدولي IFRS 7 "الادوات المالية: الافصاحات" وذلك في اطار برنامج تطوير معايير الادوات المالية.

جانب معيار المحاسبة الدولي IAS,39 وبعض الدراسات السابقة (Eckstein et al, 2008; Huguen, 2010; Zhou, 2010; Rambo, 2011; Bunea - Bontas, 2012, Pierce, 2015) إلى اشتقاق نموذج لمحاسبة التحوط وفقا للتعديلات التي تمت على المعايير المحاسبية، كما يلي:

¹ قام مجلس معايير المحاسبة الدولية (IASB) بإصدار معيار المحاسبة الدولي رقم 39 (IAS 39) "الأدوات المالية: الاعتراف والقياس" في ديسمبر 1998، وقد تناول هذا المعيار القواعد المحاسبية لمعاملات التحوط داخل الميزانية، ومنذ اصدار هذا المعيار ونتيجة للانتقادات الموجهة اليه من حيث صعوبة التطبيق وصرامة القواعد المحاسبية فقد تم ادخال العديد من التعديلات والتحسينات بهدف تبسيط وتسهيل المعالجة المحاسبية للأدوات المالية ومحاسبة التحوط في منشآت الأعمال. وقد انتهت هذه التعديلات باصدار معيار التقرير المالي الدولي رقم 9 (IFRS,9) "الأدوات المالية الصادر في يوليو 2014، والذي سوف يتم تفعيله اجباريا بدء من يناير 2018، ليحل محل معيار المحاسبة الدولي رقم 39 (IAS 39) كليا بدء من ذلك التاريخ¹.

² تم صدور المعيار رقم (133) بعنوان " الادوات المالية المشتقة وأنشطة التحوط". والذي يطلق عليه الان ASC,815 في ظل التأكيد الجديد لمجلس معايير المحاسبة المالية الامريكي FASB(Financial Accounting Standards Board)

³ صدر المعيار المصري رقم 26 " الأدوات المالية: الاعتراف والقياس" والمعيار المصري رقم 25 "الأدوات المالية: الإفصاح والعرض" بقرار من وزير الاستثمار رقم 243 عن هيئة سوق المال من عام 2006 والتي تم تعديلها بقرار وزير الاستثمار رقم 110 لسنة 2015. حيث ان المعيار رقم 26 والذي يتشابه مع معيار المحاسبة الدولي رقم 39 الادوات المالية القياس والاعتراف. ومعيار المحاسبة المصري رقم 25 والذي يتشابه مع معيار المحاسبة الدولي رقم 32 "الادوات المالية: العرض" وقد تم اضافة معيار المحاسبة المصري رقم 40 "الادوات المالية: الإفصاح" والذي يناظر معيار التقرير المالي الدولي IFRS 7 ضمن تعديلات الجديدة في 2015.

7-1-1- هدف محاسبة التحوط ضد مخاطر سعر الصرف :

يتمثل هدف محاسبة التحوط في العرض في القوائم المالية لأثر إدارة المخاطر للمنشأة والتي تستخدم أدوات مالية لإدارة تعرض المنشأة لهذه المخاطر والتي يمكن أن يكون لها أثر على الأرباح والخسائر أو عناصر الدخل الشامل الأخرى. وتتكون علاقة التحوط من مكونين رئيسيين وهما أداة التحوط وبند التحوط ويجب أن تربطهما علاقة إقتصادية ويتم قياس نسبة التحوط لتحديد فعالية التحوط سواء كان هذا التقييم نوعياً أو كمياً.

7-1-2- متطلبات الإفصاح بشأن أنشطة التحوط:

أدخل IASB افصاحات جديدة على 7 IFRS "الأدوات المالية: الإفصاحات"، ضمن نموذج محاسبة التحوط الجديد؛ حيث يتطلب 7 IFRS الإفصاح عن المعلومات بشأن تعرض المنشأة لمخاطر سعر الصرف التي يتم التحوط لها. ويتطلب النموذج الجديد الإفصاح وفقاً لتصنيف فئات المخاطر، ووصف استراتيجية إدارة المخاطر، والإفصاح عن المعلومات بشأن القيمة الاسمية للاصول المالية، وتوقيت التدفقات النقدية، ومتوسط السعر أو المعدل لأداة التحوط، أثر محاسبة التحوط في القوائم المالية، ومتطلبات الإفصاح الجديدة مكثفة وتفصيلية على الرغم من أنه مطلوب عملها فقط إذا كانت جوهرية Material سواء كانت كمية أو نوعية. ويتم الإفصاح عن كل نوع من المخاطر المالية بشكل منفصل فمثلاً؛ مخاطر سعر الفائدة، مخاطر سعر الصرف الاجنبي، مخاطر سعر السلعة، مخاطر السيولة) ولكل نوع من انواع علاقات التحوط (تحوط قيمة عادلة، تحوط التدفقات النقدية، تحوط صافي الاستثمار الاجنبي).

7-1-2-1- استراتيجية إدارة المخاطر:

يتطلب المعيار من المنشأة الإفصاح عن استراتيجية إدارة المخاطر لكل نوع من انواع المخاطر التي يتم التحوط لها وكذلك نوع علاقة التحوط التي يتم تطبيقها ويتضمن ذلك على سبيل المثال؛ كيفية نشأة المخاطر، كيفية إدارة المنشأة لكل المخاطر (بما في ذلك ما اذا كانت تتحوط للمخاطر ككل أو لمكون واحد من مكونات المخاطر وكيفية قيامها بذلك وما هو المكون)، وإلى اي مدى يتم التحوط للمخاطر.

وفي وصف استراتيجية إدارة المخاطر يطلب من المنشأة الإفصاح عما يلي؛ أدوات التحوط المستخدمة وكيف يتم استخدامها، العلاقة الاقتصادية بين بند التحوط ومصادر فعالية التحوط. وفي حالة تخصيص مكون من مكونات المخاطر المحددة للتحوط يتم الإفصاح عما يلي؛ كيفية تحديد مكون المخاطر، كيف يرتبط مكون المخاطر ببند التحوط (فمثلا مكون المخاطر تم تغطيته تاريخيا لنسبة متوسط 80% من التغيرات في القيمة العادلة للبند ككل).

7-1-2-2- أهمية وتوقيت عدم التأكد للتدفقات النقدية المستقبلية لاداة التحوط:

يتطلب المعيار الإفصاح الكافي بشأن ما يلي؛ توقيت والقيمة الاسمية لاداة التحوط، الإفصاح عن متوسط سعر أداة التحوط. كما يتطلب المعيار ايضا الإفصاح عن؛ تصنيف فئات المخاطر؛ وصف مصادر المخاطر، عدم فعالية التحوط، والتي من المتوقع ان تؤثر على علاقة التحوط خلال فترة التحوط، والإفصاح عما اذا كان هناك مصادر أخرى لعدم فعالية التحوط التي يمكن ان تظهر خلال فترة التحوط،

والافصاح عن هذه المصادر، وتفسير نتائج عدم فعالية التحوط في علاقات تحوط التدفقات النقدية، وتحوط القيمة العادلة.

7-1-2-3 آثار محاسبة التحوط على المركز المالي والاداء:

أ- أدوات التحوط: يتطلب معيار 7 IFRS الافصاح، بشأن أدوات التحوط لكل فئة من فئات المخاطر ولكل نوع من التحوط بشكل منفصل؛ والقيمة الدفترية للأصول والالتزامات المالية، والبند في قائمة المركز المالي الذي يتضمن اداة التحوط، والتغيرات في القيمة العادلة المستخدمة لحساب عدم فعالية التحوط، والقيم والمبالغ الاسمية لادوات التحوط.

ب- بنود التحوط :

ب-1- تحوطات القيم العادلة: يتطلب المعيار الافصاح بشأن بند التحوط والافصاح المنفصل عن فئات المخاطر؛ القيمة الفترية لبند التحوط، القيمة التراكمية لتعديلات تحوط القيمة العادلة يتضمن القيم الدفترية لبند التحوط، ان البند في قائمة المركز المالي يشمل بند التحوط، التغيير في قيمة بند التحوط المستخدم كأساس لاحتساب عدم فعالية التحوط خلال الفترة، ان القيمة المتراكمة لتعديلات القيمة العادلة المتبقية لاي بند تحوط، ان مبلغ عدم فعالية التحوط يتم الاعتراف به في حساب الأرباح والخسائر أو في مكونات الدخل الشامل الأخرى لتحوطات أدوات حقوق الملكية المقاسة بالقيمة العادلة من خلال مكونات الدخل الشامل، وبند التحوط في قائمة الدخل الشامل والذي يتضمن الاعتراف بعدم فعالية التحوط.

ب-2- تحوطات التدفقات النقدية وتحوطات صافي الاستثمار الاجنبي: فان المعيار يتطلب الافصاح بشأن بند التحوط كما يلي؛ التغيرات في قيمة بند التحوط المستخدمة كأساس للاعتراف بعدم فعالية التحوط خلال الفترة، وتوازن balance

احتياطي تحوطات التدفقات النقدية واحتياطي ترجمة العملات الأجنبية لاي علاقة تحوط مستمرة، توازن المتبقي من احتياطي تحوط التدفقات النقدية واحتياطي ترجمة العملات الأجنبية لاي علاقات تحوط منتهية قد تم إيقافها، مكاسب او خسائر التحوط التي يتم الاعتراف بها في الدخل الشامل في الفترة التي يتم التقرير عنها، مبلغ أو كمية عدم فعالية التحوط يتم الاعتراف بها في الأرباح والخسائر، البند في قائمة الدخل الشامل التي تتضمن الاعتراف بعدم فعالية التحوط. المبلغ الذي يتم اعادة تدويره Recycling في احتياطي تحوط التدفقات النقدية أو احتياطي ترجمة العملات الأجنبية في الأرباح والخسائر في افصاح منفصل حيث؛ ان اعادة التدوير ينتج عنها ان المنشأة لم تتوقع التدفقات النقدية المتبأ بها، ان اعادة التدوير بسبب ان بند التحوط يؤثر على الأرباح والخسائر، ان بند التحوط في قائمة الدخل الشامل التي تتضمن مبلغ اعادة التدوير، لتحوط صافي المراكز فان الاعتراف بمكاسب وخسائر التحوط في بند منفصل في قائمة الدخل الشامل.

ويخلص الباحث مما سبق الي ان اهم القواعد المحاسبية للعرض والافصاح عن محاسبة التحوط تتطلب الافصاح عن المعلومات الاتية:

- استراتيجية إدارة المخاطر لكل فئة من المخاطر المتعرض لها والتي قررت المنشأة التحوط لها وتأهلها لمحاسبة التحوط.
- كيفية إدارة المنشأة لكل فئة من مخاطر.
- إلى اي مدي تدوير المنشأة المخاطر التي تتعرض لها.
- كيفية قيام المنشأة بتحديد العلاقة الإقتصادية بين اداة التحوط وبند التحوط لاغراض تقييم فعالية التحوط.

- بيان الطريقة المستخدمة في تقييم فعالية التحوط بأثر مستقبلي.
- ماهية مصادر عدم فعالية التحوط.
- شرح كيفية تحديد نسبة التحوط في بداية علاقة التحوط وعلى أساس مستمر.
- شرح انواع أدوات التحوط المستبدلة، وأسباب قيام المنشأة بهذا الاجراء.
- شرح لانواع علاقات التحوط التي تم ايقافها، واسباب قيام المنشأة بهذا الاجراء.
- بيان جدولي بشأن اثر محاسبة التحوط على نتيجة أعمال المنشأة ومركزها المالى بالنسبة لكل نوع من انواع علاقات التحوط الثلاثة.

9- قيمة الشركة من منظور محاسبي:

نظرا لاهمية قيمة الشركة في اتخاذ القرارات فسوف يتم تناول مفهوم قيمة الشركة من وجهة النظر المحاسبية وتحديد مدي تأثيرها بسياسات التحوط وتناول اهم المقاييس المستخدمة في تحديد قيمة الشركة وسوف يتم تناولها كما يلي:

9-1 مفهوم قيمة الشركة :

ظهر مصطلح قيمة الشركة في الدراسات السابقة تحت عدة مسميات، حيث إستخدم البعض (Andreou et la., 2013 ؛ Liu et al., 2012 ؛ Heijden, 2011) مصطلح أداء الشركة Firm Performance كمرادف لقيمة الشركة، بينما أشارت دراسات أخرى إلى أن قيمة الشركة تتمثل في عوائد الأسهم Stock Return (Watts & Zou, 2012)، في حين رأى (عباد، 2004) أن قيمة الشركة هي تعظيم ثروة الملاك، و المتمثلة في تعظيم القيمة السوقية للسهم. و قد إستخدم (Francis et al., 2013) مصطلح قيمة الشركة كمرادف لعدة مصطلحات وهي؛ القيمة من وجهة نظر المساهمين Shareholder Value، منافع للمساهمين

Firm Stock Shareholders Benefits، أداء الشركة، وأداء سهم الشركة
.Performance

ويشأن مفهوم قيمة الشركة، أشارت دراسة (O'Sullivan, 1999) إلى أن قيمة الشركة هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المخصومة، التي تنشأ عن المشاريع الإستثمارية، وهو ما إتفقت معه دراسات (Eberhart, 2012)؛ سالم، (٢٠٠٥) بأن قيمة الشركة تعبر عن فرص نمو الشركة في المستقبل. و كلما إرتفعت نسبة فرص نمو الشركة، مقاسة بمقياس Tobin's Q، عن الواحد الصحيح كان ذلك مؤشرا على أن الشركة تستثمر في مشاريع لها صافى قيمة حالية موجبة، مما يجعل السوق يتوقع فرص إستثمارية أفضل لتلك الشركة مستقبلا. بينما أشارت دراسة (ملوالعين، ٢٠١١) إلى أن مصطلح قيمة الشركة يعبر عن إجمالي القيمة السوقية لأصول الشركة، وتحسب هذه القيمة من خلال إجمالي قيمة الديون والقيمة السوقية لحقوق المساهمين مطروحا منها قيمة الأصول التي تم الإستغناء عنها. ومن جهة أخرى يمكن تعريفها بأنها النسبة بين إجمالي القيمة السوقية للشركة إلى إجمالي القيمة الدفترية لأصولها، حيث القيمة السوقية للشركة هي حاصل جمع القيمة السوقية لحقوق الملكية والقيمة الدفترية لديونها (السيد، 2015؛ عوض، 2015).

وبناءً على ما سبق، يتضح إتفاق أغلب الدراسات على أن قيمة الشركة هي القيمة السوقية للشركة، ويمكن تحديدها من خلال قسمة إجمالي القيمة السوقية للشركة على إجمالي القيمة الدفترية لأصولها، لذلك يتفق الباحث مع تعريف قيمة الشركة على أنها السعر السوقى لأسهم الشركة، الذى يمكن لأى مستثمر دفعه مقابل الحصول على سهم من أسهم تلك الشركة، بالإضافة إلى مقدار الديون التى يمكن للشركة الحصول عليها. وكلما زاد إجمالي الأسعار السوقية لأسهم الشركة ومقدار

ديونها عن إجمالي القيمة الدفترية لأصولها كان ذلك مؤشراً على زيادة قيمة الشركة، حيث يعكس توقعات ايجابية لدى الأطراف الخارجية عن الشركة. وكلما إنخفض إجمالي الأسعار السوقية لأسهم الشركة ومقدار ديونها، عن إجمالي القيمة الدفترية لأصولها، كان ذلك مؤشراً على إنخفاض قيمة الشركة، حيث يعكس توقعات سلبية لدى الأطراف الخارجية عن الشركة.

9-2 أهم مقاييس قيمة الشركة:

لقد تعددت المقاييس التي إعتمدت عليها الدراسات السابقة في قياس قيمة الشركة، ولكل منها مزاياه وعيوبه ومتطلبات تطبيقه خاصة من منظور محاسبي، لذلك سوف يتم عرض أكثر المقاييس إستخداما على النحو التالي:

أ. **مقياس العوائد غير الطبيعية (BHAR) abnormal returns** : استندت عدة دراسات (Fahlenbrach & Sultz,2011; Francis et al.,2013; Nakano et al.,2014) في قياس قيمة الشركة علي مقياس BHAR من خلال قياس العوائد الشهرية وإستبعاد القيمة المرجحة للعائد السوق.

ب. **مقياس عوائد الأسهم Stock returns** : إعتمدت عدة دراسات (Andreou et al., 2013 ;Watts and Zuo., 2012 ;Bea et la.,) (2012 ;Heijden) في قياس قيمة الشركة على عوائد الأسهم خلال فترة القياس، كمؤشر على قيمة الشركة

ج- **مقياس معدل العائد على الإستثمار (ROA)**: أشارت إليه دراسة (O'Sullivan, 1999) كأحد المقاييس المستخدمة في قياس قيمة الشركة، من خلال دراسة حول العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمة الشركة، أجريت على عينة من الشركات في المملكة المتحدة. ويقاس معدل العائد على الإستثمار من خلال المعادلة التالية (صافي الربح قبل الفوائد و الضرائب ÷ إجمالي الأصول).

د- مقياس القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية **MTB**: أن نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية عبارة عن (القيمة السوقية للأسهم العادية + قيمة الأسهم الممتازة) ÷ القيمة الدفترية لإجمالي الأصول.

هـ- مقياس **Tobin's Q**: يعتبر مقياس Tobin's Q من أشهر المقاييس المستخدمة في قياس قيمة الشركة والذي إعتمدت عليه العديد من الدراسات إلا أن هذه الدراسات إختلفت فيما بينها في كيفية قياس قيمة الشركة باستخدام هذا النموذج. فوفقا للبعض (Lemmon and Lins,2003; Liu et al., 2012; Abbasi et al., 2012) فإن Tobin's Q ratio عبارة عن مجموع الالتزامات والقيمة السوقية لحقوق الملكية مقسوم علي القيمة الدفترية لاجمالي الاصول. بينما تناولت دراسة (محفوظ، ٢٠٠٩) أثر تطبيق قواعد الحاكمة المؤسسية على قيمة الشركة في ضوء التجارب العالمية وواقع بورصة عمان، حيث إعتمدت على مقياس Tobin's Q كأحد مقاييس قيمة الشركة، وقد أشارت إلى أنه عبارة عن (القيمة السوقية لحقوق الملكية + القيمة الدفترية للديون)/ القيمة الدفترية للأصول. وأشارت إلى أن القيمة السوقية لحقوق الملكية = سعر السهم في السوق × عدد الأسهم العادية المتداولة في تاريخ نهاية السنة المالية. وأعتمدت على متوسط القيمة خلال سنوات الدراسة. وعرف (السيد ، 2015؛ عوض، 2015) قيمة الشركة بانها النسبة بين القيمة السوقية لاجمالي الاصول الى القيمة الدفترية لها، ويتم قياس قيمة الشركة من خلال نموذج Tobin's Q، حيث يتم حسابها بالنسبة بين القيمة السوقية لاجمالي الاصول الي القيمة الدفترية لاجمالي الاصول، حيث أن:

- القيمة السوقية لاجمالي الاصول = القيمة السوقية لحقوق الملكية¹ + القيمة الدفترية للالتزامات والفوائد
- والقيمة الدفترية لاجمالي الاصول = القيمة الدفترية لحقوق الملكية² + القيمة الدفترية للالتزامات والفوائد.

ومن ناحية أخرى أشارت دراسة (Jung-wha and Zhang, 2010) إلى

أن Tobin's Q

$$= \text{[عدد الأسهم العادية} \times \text{سعر إغلاق الأسهم العادية)} + \text{(عدد الأسهم الممتازة} \times \text{سعر إغلاق الأسهم الممتازة)} + \text{(القيمة الدفترية للالتزامات)}] / \text{القيمة الدفترية لإجمالي الأصول.}$$

وأشار (الفضل وراضى، ٢٠١٠؛ Chen, 2002) إلى أن مقياس Tobin's Q

يتمثل في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأسهم، كمؤشر لقياس قيمة الشركة.

ومن ناحية أخرى أشار (لزوم، 2013) إلى أن؛

$$Q = \text{(عدد أسهم الشركة في نهاية العام} \times \text{أسعار إغلاقها)} // \text{التكلفة التاريخية}$$

للأصول، وكلما كانت نسبة أكبر من الواحد، كان ذلك مؤشرا على زيادة قيمة الشركة، ويشير إلى أن الشركة لديها فرصاً أفضل للإستثمار وفرص أعلى للنمو.

ويخلص الباحث من ذلك، إلى إعتقاد العديد من الدراسات السابقة على مقياس

Tobin's Q لقياس قيمة الشركة، ورغم إختلاف هذه الدراسات، فيما بينها، حول

¹ تم حساب القيمة السوقية لحقوق الملكية من خلال حساب القيمة السوقية لأسهم الشركة وهو ما يعبر عنه بسعر الاقفال في نهاية السنة المالية مضروباً في عدد الأسهم المتداولة ومضافاً إليها الأرباح ومطروحاً منها التوزيعات .

² القيمة الدفترية لحقوق الملكية هي قيمة حقوق الملكية الظاهرة في قائمة المركز المالي في الشركة.

كيفية قياس قيمة الشركة باستخدام هذا المقياس، إلا أن الكثير منها يعتمد على مقياس Tobin's Q من خلال النموذج التالي : (إجمالي الإلتزامات + القيمة السوقية لحقوق الملكية) ÷ القيمة الدفترية لإجمالي الأصول) و هو ما يؤيده الباحث و سوف يتبناه في الدراسة التطبيقية.

10- تحليل العلاقة بين استخدام محاسبة التحوط ضد مخاطر سعر الصرف وقيمة الشركة واشتقاق فرض البحث:

هناك اعتقاد واسع بان أسعار العملة تؤثر علي قيمة الشركة، وان اسعار الصرف تعتبر مصدر لعدم التاكيد بالنسبة للشركات متعددة الجنسيات والشركات التي لديها صافي استثمار في عمليات اجنبية. وعادة ما يكون مخاطر سعر الصرف في هذه الشركات متقلبة اكبر اربع مرات من مخاطر سعر الفائدة وفي اوقات التضخم والازمات المالية يكون اكبر عشر مرات. في حين، ان العلاقة بين معدلات التضخم او اسعار الفائدة وقيمة الشركة قد تم فحصها وتحليلها علي نطاق واسع في الدراسات السابقة وكانت معظم النتائج ان الارتباط بين اسعار الصرف وقيمة الشركة وكذلك التحوط لمخاطر اسعار الصرف وقيمة الشركة لم تخضع للدراسة التجريبية او التطبيقية الا نادرا خاصة علي مستوي البحوث المحاسبية (Jorion, 1990).

ووفقا للنظرية الكلاسيكية (Modigliani & Miller, 1958) التي تنص "علي إن إدارة المخاطري غير ذات علاقة بقيمة المنشأة" وان أصحاب المصالح Stakeholders يمكنهم القيام بذلك من خلال المحافظ المتنوعة تنوعا جيدا، ولكن العديد من النظريات الحديثة اكدت ان ادارة المخاطر تعتبر استراتيجية لزيادة قيمة الشركة (Allayannis & Weston, 2001). كما إن لإدارة المخاطرة أهمية

كبيرة في تعظيم قيمة المنشأة حيث تؤدي إلى تحقيق الآتي؛ تساعد إدارة المخاطر على استقرار التدفقات النقدية، وتعمل التدفقات النقدية المستقرة على تخفيض تقلبات العوائد المتوقعة ومن ثم تزيد من قيمة المنشأة ، كما تعمل التدفقات النقدية المستقرة على تدنية المخاطرة الائتمانية والتعرض إلى الإفلاس أو مخاطر عدم كفاية العوائد لتغطية مدفوعات الديون المتعاقد عليها. كما تفيد إدارة المخاطر ، إلى جانب تسهيل التخطيط للاستثمارات طويلة الأجل مع تكلفة تمويل منخفضة ، في تركيز الشركات على المخاطر الخاصة بأعمالها.

وقد بدأ خط البحث من دراسة (Jorion,1990) التي استهدفت تحليل مخاطر التغير في سعر الصرف للعملة الاجنبية في الشركات الامريكية متعددة الجنسيات وذلك دون افتراض اي علاقة سببية. وتوفر تحليل حساسية للعوامل المحددة لمخاطر سعر الصرف وقيمة الشركة وقياس معامل الانحدار بين التغير في قيمة الشركة بالتغير في معدل سعر الصرف. وانتهت الدراسة إلى ان قيمة الشركة وعوائد الأسهم ترتبط ايجابيا ومعنويا بسعر الصرف في صافي العمليات الاجنبية للشركات متعددة الجنسيات في الولايات المتحدة.

وتعتبر دراسة (Allayannis & Weston, 2001) اول دراسة تطبيقية تختبر العلاقة المباشرة بين التحوط باستخدام مشتقات العملة وقيمة الشركة، وعما اذا كان التحوط يؤدي لزيادة القيمة السوقية للشركة وذلك من خلال دراسة تطبيقية علي عينة من 720 شركة غير مالية كبري في الفترة من 1990-1995 في الولايات المتحدة الامريكية، باستخدام مقياس Tobin's q لقياس قيمة الشركة، وتم التركيز علي تحليل عينات فرعية من الشركات التي تتعرض لمخاطر سعر الصرف الاجنبي من خلال المبيعات الخارجية، والمقارنة بين هذه الشركات والتي تتعرض لنفس المخاطر وتحليل

التباين في قيمتها السوقية استنادا علي ما اذا كانت الشركات تستخدم التحوط لمخاطر سعر الصرف ام لا، وتوصلت الدراسة الي وجود ادلة ذات دلالة احصائية معنوية تثبت ان التحوط يؤدي الي زيادة قيمة الشركة السوقية للشركات التي تتعرض لمخاطر سعر الصرف والتي تتحوط لها باستخدام مشتقات العملة لديها علاوة تحوط في قيمة الشركة. اي ان التحوط يعطي الشركة علاوة في قيمتها تقدر في متوسطها بحوالي 4.87% أكبر من تلك التي لا تستخدم التحوط لمخاطر اسعار الصرف باستخدام مشتقات العملة كأداة للتحوط.

وخلصت دراسة (Jin & Jorion, 2004) باستخدام نموذج الدراسة السابقة (Allayannis & Weston, 2001) الي ان استخدام التحوط في شركات الغاز والنفط الامريكية لا يؤدي الي زيادة ايجابية في قيمة الشركة، وباستخدام عينة من 44 شركة تعدين الذهب في أمريكا الشمالية في الفترة من 1991 إلى 2000. وتوضح الدراسة أن أنشطة التحوط معترف بها من قبل سوق رأس المال، حيث أن المتغيرات ذات الصلة بالتحوط لها تأثير على تعرض أسعار الأسهم للمخاطر وأسعار الذهب. ومع ذلك، لا يمكننا العثور على علاقة إيجابية بين أنشطة التحوط وقيمة الشركة، كما يتم قياسها من خلال Tobin's q، والعلاقة السلبية. تتعارض مع النظريات التي تعني أن التحوط يزيد من قيمة الشركة. وفي هذه الصناعة، يكون التعرض لأسعار السلع الأساسية شفافا وسهل التحوط له من قبل المستثمرين، لذلك ليس هناك ما يدعو إلى توقع أن تكون شركات تعدين الذهب التي تتحوط لمخاطر أسعار الذهب لديها قيم سوقية أعلى.

وقد سارت دراسة (Carter et al., 2005) علي نفس المنهجية بقيامها بتحليل واختبار تأثير التحوط لمخاطر سعر الصرف ومخاطر التقلب في سعر وقود الطائرات في شركات صناعة خطوط الطيران الامريكية علي قيمة الشركة. فقد افترضت الدراسة انه منذ أصبحت اسعار وقود الطائرات مؤهلة ان تكون بند للتحوط فان شركات الطيران تستهدف التوسع في استخدام التحوط لمخاطر اسعار الوقود المستقبلية واسعار الصرف وان هناك علاقة ايجابية بين هذا التحوط وقيمة الشركة. حيث ان هذه الشركات تستطيع ادارة مخاطر التقلب في تدفقاتها النقدية من خلال التحوط، وبالتالي تحسين قيمة الشركة. وتوصلت الدراسة الي ان التحوط لمخاطر التقلب في اسعار الوقود واسعار الصرف يرتبط ايجابيا بقيمة الشركة، كما ان قيمة علاوة التحوط التي تم الوصول اليها في متوسطها حوالي 10% وهي اعلي من علاوة التحوط التي تم رصدها في دراسة (Allayannis & Weston, 2001) .

كما وجدت دراسة (kim et al., 2006) ان الشركات التي تميل الي استخدام التحوط غير التشغيلي تعمل علي استخدام التحوط المالي كنوع من انواع التحوط غير التشغيلي للحد من مستوي مخاطر سعر الصرف الاجنبي وعلي العكس فان الشركات التي تستخدم التحوط التشغيلي عن طريق سياسات التنويع الجغرافي لا تستخدم التحوط المالي او المحاسبي، ووجدت الدراسة انه بغض النظر عما اذا كانت الشركة تستخدم التحوط التشغيلي او التحوط المالي فان تأثير التحوط علي قيمة الشركة متساوي اي ان كل انواع التحوط تؤدي الي زيادة في قيمة الشركة. وأشارت الدراسة في تحليلها الي ان الشركات التي تستخدم التحوط المالي يكون متوسط قيمة علاوة التحوط في قيمة الشركة هو 5.4% وان متوسط علاوة التحوط في حالة التحوط التشغيلي تتراوح بين 4.8% - 17.9%.

كما اختبرت دراسة (Clark & Judge, 2008) أثر تبني الشركات غير المالية لاستراتيجيات مختلفة بين التحوط المالي باستخدام المشتقات ك عقود المبادلات كاداة تحوط واستخدام سياسة اعادة هيكله الديون كاداة للتحوط التشغيلي وتأثيرهم علي قيمة الشركة، وتوصلت الدراسة الي ان التحوط باستخدام مشتقات سعرالصرف تساهم في زيادة قيمة الشركة بعلاوة قدرها 14%، بينما استراتيجية اعادة هيكله الديون لا ينتج عنها أي زيادة في قيمة الشركة.

وقد استهدفت دراسة (Rahmat & Hoffman, 2011) اختبار ما اذا كان زيادة مستوي الشفافية بالافصاح عن التحوط ضد مخاطر سعر الصرف يخلق قيمة للشركة، وله اثر ايجابي علي قيمة علاوة التحوط في قيمة الشركة. وركزت الدراسة علي مستوي الافصاح عن أنشطة تحوط سعر الصرف، والتاكيد علي ان الافصاح عن أنشطة التحوط يؤدي الي زيادة في علاوة التحوط في قيمة الشركة، وتم اعداد نموذج البحث قياسا علي (Allayannis & Weston, 2001; Allayannis et al., 2011) وقامت بعزل تأثير نوع المخاطر التي تتعرض له الشركات السويدية والاكثر شيوعا وهو مخاطر سعر الصرف الاجنبي وباستخدام عينة من الشركات غير المالية السويدية مكونة من 193 شركة مقيدة في بورصة سكهولم في سنة 2009 وتم تقسيمهم الي عينتين فرعيتين 115 شركة تتحوط لمخاطر سعر الصرف وتفصح عن ذلك افصاحا كافيا وفقا لمتطلبات معيار التقرير المالي الدولي IFRS 7 "الادوات المالية: الافصاحات" والمتطلبات الاخرى التي تحدد مستوي الافصاح الكافي، والعينة الفرعية الاخرى تضم الشركات غير المتحولة. ووجدت الدراسة ان مستوي الالتزام بمتطلبات IFRS بالافصاح عن أنشطة التحوط ضد مخاطر سعر الصرف لها علاقة معنوية ايجابية بشأن علاوة التحوط في قيمة الشركة وان الزيادة

في قيمة العلاوة تقارب 4.1% ، وان مستوي الالتزام بمعايير التقرير المالي الدولية منخفض عما كان متوقع خاصة ان تبني IFRS ككل اجبارية في دولة السويد منذ 2005 في الشركات المقيدة في بورصة سكوت هولم. ووجدت الدراسة ان الشركات التي تلتزم بمتطلبات IFRS بنسبة 90% تصل الي تقديم معلومات اضافية بحوالي 60% كما يمكن الوصول الي معلومات الي هذه الشركات بنسب مرتفعة.

وأختبرت دراسة (Gómez-González et al., 2012) أثر ادارة المخاطر وقرارات التحوط علي قيمة الشركة السوقية باستخدام معلومات من الشركات غير المالية الكولومبية وسوق المشتقات المالية المحلية الأكثر سيولة، وتوصلت الدراسة إلى ان معدل نمو Tobin's q في الشركات الواحد والثمانين الاكبر في كولومبيا اعتمادا علي المعلومات الربع سنوية في الفترة من 1995 إلى 2008 ، يعتمد بشكل معنوي علي حجم الشركة والتحوط. وتشير النتائج إلى ان زيادة التحوط تؤدي إلى نمو اعلي في قيمة الشركة. وتشير نتائج الدراسة إلى ان مع التحكم في المتغيرات المالية مثل الربحية والرافعة المالية والمتغيرات الأخرى مثل عمر الشركة مع زيادة التحوط ادت إلى زيادة النمو في قيمة الشركة، وتم الحصول علي النتائج من استخدام نماذج الانحدار المتعدد، وان الحجم له تأثير مهم علي معدل نمو Tobin's q وتتسق هذه النتائج مع نتائج الدراسات الاخرى التي تم اجرائها في الاسواق الناشئة.

وباستخدام نفس المنهجية أعاد(Allayannis et al.,2012) اختبار أثر استخدام الشركة لمشتقات العملة بغرض التحوط على قيمة الشركة التي تمت في دراسته السابقة (Allayannis & Weston, 2001)، ولكن مع ادخال متغير حوكمة الشركات والتطبيق على عينة من الشركات في 39 دولة. وقد توصلت الدراسة إلى ان استخدام مشتقات العملة في الشركات التي تتعرض لمخاطر سعر

الصرف هي ذات قيمة في مختلف الدول، وتلعب حوكمة الشركات دور مهم عندما يقوم المستثمرين بتقييم مبررات استخدام مشتقات العملة بغرض التحوط وقيمتها المحتملة للشركة، كما اوضحت النتائج ان هناك علاوة تحوط معنوية فقط للشركات التي تستخدم المشتقات في ظل حوكمة شركات داخلية او خارجية قوية بينما انه لا يوجد اي علاوة تحوط للشركات الاضعف في حوكمة الشركات واخيرا، فان العلاقة بين استخدام مشتقات العملة الاجنبية وقيمة الشركة يتم الاعلان عنها عندما تكون الشركة لديها مستوي مرتفع من اليات حوكمة الشركات سواء داخليا علي مستوي الشركة او خارجيا علي مستوي الدولة. وتقدم تأثير مهم بشأن تقييم المستثمرين لاستخدم مشتقات العملة بغرض التحوط حول العالي وتشير إلى ان جودة حوكمة الشركات تساعد علي استنتاج ان استخدام مشتقات العملة يتم بمبرر التحوط الاقتصادي الفعال الذي ينتج عنه علاوة تقييم في قيمة الشركة.

وأختبرت دراسة (Zhang, 2013) العلاقة بين استخدام مشتقات العملة الاجنبية وقيمة الشركة. ويعتمد هيكل الدراسة بشكل اساسي علي نموذج (Allaynnis & Weston, 2001) ولكن يختلف في اختيار العينة وتوقيت الدراسة والخذ في الاعتبار محددات قرار التحوط. فقد استخدمت الدراسة عينة من 97 شركة صينية متعددة الجنسيات ولديها مبيعات خارجية خلال الفترة من 2007 إلى 2012 لاختبار ما اذا كان استخدام مشتقات العملة يؤدي إلى تقييم المستثمرين للشركة بقيمة سوقية اعلي من الشركات التي لا تستخدم مشتقات العملة.

وتم استخدام Tobin's q كمقياس لقيمة الشركة، حيث انه تم اصلاح نظام العملة في الصين لتصبح اسعار صرف العملة معومة مما يعرض الشركات متعددة

الجنسيات إلى مخاطر تقلب سعر الصرف اعلي من ذي قبل. لذلك فان النمو والزيادة الكبيرة في انشطة التحوط من قبل هذه الشركات جعل من الدراسة التطبيقية على عينة من الشركات الصينية المقيدة في بورصة شنجهاي ولديها اجمالي اصول 100 مليون ايوان صيني سيكون لها اهميتها؛ واختبار الفرض الرئيسي للدراسة" التحوط يخلق قيمة للشركة". فقد تمت كالاتي؛ اولاً: تم اجراء الاختبار احادي المتغيرات لتحديد علاوة التحوط بين الشركات المتحولة باستخدام مشتقات العملة وتلك غير المتحولة. ثانياً: الانحدار الخطي بدون متغيرات رقابية لاختبار فرض الدراسة. ثالثاً: الانحدار المتعدد بادخال المتغيرات الرقابية لاختبار ما إذا كان التحوط في ظل هذه المتغيرات يزيد من قيمة الشركات المتحولة باستخدام مشتقات العملة. رابعاً: الانحدار اللوجستي Logistic Regression لاختبار محددات التحوط، وكانت النتائج وجود علاقة ايجابية بان الشركات التي لديها مبيعات اجنبية والتي تتحوط باستخدام مشتقات العملة ضد مخاطر سعر الصرف يتم تقييمها بقيمة اعلي من تلك التي لا تتحوط باستخدام مشتقات العملة في ظل وجود محددات ودوافع لاستخدام التحوط. وتقدم هذه الدراسة ادلة تطبيقية محدودة بشأن تأثير التحوط على عينة من الشركات الصينية متعددة الجنسيات.

كما أختبرت دراسة (Zhou & Wang, 2013) أثر استخدام المشتقات المالية في الشركات غير المالية كبيرة الحجم في المملكة المتحدة في أنشطة ادارة مخاطر سعر الصرف الاجنبي وقياس ملائمة القيمة لمعيار المحاسبة FRS, 13 باستخدام عينة من FT-500 شركة غير مالية في سنة 1999 عندما تم تطبيق المعيار وتم اختبار التعرض لمخاطر سعر الصرف (مخاطر العملة) وذلك في الشركات التي تعمل بأنشطة اعمال دولية واثرت استخدام العملة لأغراض التحوط علي تعرض

الشركة لمخاطر سعر الصرف وجاءت النتائج بان هناك ادلة احصائية علي ان الشركات غير المالية في المملكة المتحدة التي تستخدم المشتقات المالية للتحوط ضد مخاطر تقلبات سعر الصرف وان هذا التحوط يعد فعالا في تخفيض والحد من مخاطر سعر الصرف بدرجات متفاوتة كما اكدت النتائج علي ان ملائمة القيمة للمعيار التي تؤكد علي الإفصاح غير الرقمي عن استخدام مشتقات العملة من قبل الشركات يكشف عن معلومات مهمة للمستثمرين ويساعد الشركات علي خفض تكلفة راس المال وزيادة قيمة الشركة.

كما أختبرت دراسة (Frazier, 2014) استراتيجية تحوط العملة لشركات صناعة السيارات من خلال دراسة حالة علي شركة صناعة سيارات امريكية لها عمليات تبادل صناعي مع شركات كندية وتم استخدام البيانات المالية الخاصة بسنة واحدة فقط هي سنة 2012، اختبرت الدراسة إدارة مخاطر العملة وتحوط العملة عن طريق القيام بتحليل الانحدار لتحديد اي المتغيرات ذو جدوي في التنبؤ بسعر الصرف، وقد اقتصرت الدراسة علي سياسة تحوط العملة في شركة واحدة لسنة واحدة. وخلصت الدراسة إلى ان استراتيجية التحوط في شركات تصنيع السيارات لسنة 2012 قد نجحت في الحد من مخاطر تقلب سعر الصرف.

كما اختبرت دراسة (Ito et al., 2016) العلاقة بين تعرض الشركات اليابانية لمخاطر سعر الصرف و ادارة مخاطرها ، فقد قامت الدراسة اولا: بتقدير مخاطر سعر الصرف في الشركات باستخدام الانحدار لاسعار الأسهم علي سعر الصرف والمحافظ السوقية، ثم اختبار التأثير المحتمل لمقاييس المختلفة لادارة المخاطر علي تعرض الشركة لمخاطر سعر الصرف، وتتضمن متغيرات ادارة المخاطر التحوط

المالي والتحوط التشغيلي و اختيار فاتورة العملة The invoice currency و استراتيجية مراجعة الاسعار (Pass-through) لعينة مكونة من 227 شركة مقيدة في البورصة لسنة 2009 والتي جمع البيانات منها باستخدام قائمة استقصاء مسحية للشركات اليابانية المسجلة في بورصة طوكيو، وتوصلت الدراسة إلى ان الشركات التي تعتمد علي المبيعات في الاسواق الخارجية لديها مخاطر سعر صرف اعلي، وان ارتفاع حصة اختيار الدولار الامريكي تزيد من مخاطر سعر الصرف والتي يمكن تخفيضها باستخدام كلا من التحوط المالي والتشغيلي ، ان استخدام الين الياباني يقلل من مخاطر سعر الصرف وتشير هذه النتائج إلى ان الشركات اليابانية تستخدم الجمع بين ادوات ادارة المخاطر لتخفيف مستوى مخاطر سعر الصرف.

ومما سبق يخلص الباحث إلى ان العلاقة بين استخدام التحوط لمخاطر سعر الصرف باستخدام مشتقات العملة وقيمة الشركة، كانت ذات نتائج مختلطة. فبعض الدراسات اشارت إلى انه يزيد من قيمة الشركة بشكل معنوي بينما البعض الاخر اشار إلى انه لا توجد علاقة بين استخدام التحوط وقيمة الشركة وانه توجد متغيرات اخري هي التي ادت إلى التغير في قيمة الشركة. كما حددت دراسات اخري زيادة علاوة التحوط في قيمة الشركة مرتبطة بمستوي الافصاح الكافي عن أنشطة التحوط وفقا لمتطلبات معيار IFRS 7 وامكانية الوصول الي تلك المعلومات المفصح عنها في التقارير المالية للشركات غير المالية ، ورغم هذا الاختلاف يرجح الباحث وجود العلاقة ، وانه اذا تم تطبيق نموذج الافصاح المحاسبي للتحوط ضد مخاطر سعر صرف العملات الاجنبية سيؤثر علي قيمة الشركة .

ومما سبق يمكن للباحث اشتقاق فرض البحث في صورته البديلة كالتالي:

H1 : يؤثر مستوي الإفصاح المحاسبي عن التحوط ضد مخاطر سعر الصرف باستخدام مشتقات العملة علي قيمة الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

11- تحليل مدي اختلاف العلاقة بين استخدام محاسبة التحوط ضد مخاطر سعر الصرف وقيمة الشركة بأختلاف بعض الخصائص التشغيلية للشركة كمتغيرات رقابية:

في ظل تركيز البحث علي استخدام مشتقات العملة في الشركات غير المالية فان العديد من الدراسات قد تناولت خصائص الشركات غير المالية المستخدمة للمشتقات والتي علي الاغلب تستخدمها لاغراض التحوط فقد وجدت بعض الدراسات (Allaynnis & Weston , 2001; 2012; Allaynnis, 2012; Gómez-González et al., 2012; Zahang, 2013) ان أهم العوامل التي تؤثر علي قيمة الشركة في ظل استخدام التحوط؛ مقدار التعرض لمخاطر التقلب في سعرالصرف والذي يعرف بالتنوع الجغرافي وتستخدم هذه الدراسات نموذج نسبة المبيعات الاجنبية إلى اجمالي المبيعات كمقياس للتنوع الجغرافي وتم جمع البيانات يدويا من التقارير المالية المنشورة لكل شركة من شركات العينة المستخدمة وتم استبعاد الشركات التي ليس لديها مبيعات اجنبية وبالتالي فان الشركات التي ليس لديها مبيعات خارجية هي الاقل احتمالا لاستخدام مشتقات العملة للتحوط ضد مخاطر سعر العملة ، وتوصلت الدراسات إلى استنتاج مشترك هو وجودعلاقة ايجابية بين التنوع الجغرافي وقيمة الشركة، كما وجدت دراسة (Kim et al.,

(2006) ان الشركات المصدرة (التي لها نشاط تصديري) فقط هي الأكثر احتمالا لاستخدام مشتقات العملة في التحوط وتزيد قيمة الشركة في حالة استخدام العمليات الاجنبية والتي يترتب عليها استخدام مشتقات العملة التي يكون لها تأثير تحوطي أفضل.

وقد اشار (Allaynnis & Weston, 2001; Zahang, 2013; Allaynnis et al., 2012; Gómez-González et al., 2012) إلى أن أحد أهم العوامل الرقابية هي حجم الشركة والتي يتم في هذه الدراسات باستخدام اللوغاريتم الطبيعي لاجمالي الاصول لقياس حجم الشركة حيث ان الشركات صغيرة الحجم هي الأكثر عرضة للاثمات المالية او سوء الاحوال التشغيلية لذلك فان الشركات صغيرة الحجم لديها حافز اعلي للقيام بانشطة التحوط ولكن نتيجة لتكاليف تنفيذ التحوط فان الشركات الكبيرة هي الأكثر تنفيذا للتحوط أكثر من الشركات الصغيرة لتحملها التكاليف. وكذلك تم استخدام معدلات الربحية كمتغير رقابي من قبل العديد من الدراسات (Allaynnis & Weston , 2001; Zahang, 2013; Allaynnis et al., 2012; Gómez-González et al., 2012) حيث تم استخدام معدل العائد علي الاصول والذي يعرف بانه صافي الدخل مقسوم علي اجمالي الاصول ويرتبط ايجابا بقيمة الشركة. وإلى جانب ذلك، تأخذ بعين الاعتبار الرافعة المالية في هذه العلاقة حيث تعرف المتغير بانه الديون طويلة الاجل مقسومة علي حقوق الملكية وتوصلت الدراسات إلى ان استخدام المشتقات المالية يخفض من تكاليف الافلاس المتوقعة والتي تؤدي إلى زيادة قيمة الشركة، وان الشركات ذات الرافعة المالية المرتفعة هي الأكثر احتمالا للتحوط ويمكن للتحوط ان يزيد قيمة الشركة، ووجود ارتباط ايجابي بين الرافعة المالية وقيمة الشركة.

كما أوضحت دراسة (Allaynnis et al., 2012) انه يمكن استخدام مدي الالتزام الحوكمي (تطبيق قواعد حوكمة الشركات) سواء علي مستوي الشركة وعلي مستوي الدولة كمتغير رقابي معدل للعلاقة بين استخدام مشتقات العملة كادوات لتحوط لمخاطر سعر الصرف وقيمة الشركة، وتوصلت الدراسة ان الشركات التي لديها التزام حوكمي قوي فان ذلك يوتر علي معنوية العلاقة بين استخدام مشتقات العملة وقيمة الشركة لتصبح علاوة التحوط اعلي ولها تاثير اقوي علي زيادة قيمة الشركة، والشركات التي لديها التزام حوكمي ضعيف لا يوجد فيها علاوة تحوط لصعوبة تقييم المستثمرين لقرار الشركة بالتحوط وبالتالي تؤثر علي معنوية العلاقة بين استخدام مشتقات العملة وقيمة الشركة.

ويتضح من تحليل الدراسات السابقة الخاصة بخصائص الشركة، أن لخصائص الشركة تأثير على العلاقة بين استخدام محاسبة التحوط ضد مخاطر سعر الصرف باستخدام مشتقات العملة وقيمة الشركة. ولذلك يمكن صياغة السؤال البحثي التالي:

هل يختلف تأثيرمستوي الإفصاح المحاسبي عن التحوط ضد مخاطر سعر الصرف علي قيمة الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية باختلاف كل من؛ حجم الشركة، الربحية، والرافعة المالية؛ كخصائص تشغيلية للشركات غير المالية؟

12- نموذج ومنهجية البحث:

ينتج البحث منهجاً تطبيقياً بهدف إختبار فرضه. ويعتبر المنهج التطبيقي هو المنهج الملائم لهذه الدراسة لأنه سيتيح الفرصة لقياس ما اذا كان هناك تأثير للافصاح المحاسبي عن تحوط مخاطر سعر الصرف علي قيمة الشركة من جهة،

وما اذا كانت هذه العلاقة تتأثر ببعض الخصائص التشغيلية خاصة؛ حجم الشركة، معدل الرفع المالي، الربحية مفاة بمعدل العائد علي الاصول، قياساً على كل من (Allaynnis & Weston, 2001; Allaynnis & Ofek, 2001; Rahmat & Hoffmann, 2011; Allaynnis et al., 2012; Gómez-González et al., 2012; Zahang, 2013; Pierce, 2015) وسوف يعرض الباحث لكل من؛ مجتمع وعينة الدراسة، قياس متغيرات الدراسة، أدوات وإجراءات الدراسة، نموذج البحث، والإختبارات الإحصائية وذلك على النحو التالي:

12-1 مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات غير المالية المقيدة في البورصة المصرية لان هذه الشركات تمثل الجزء الاكبر من الاقتصاد والأكثر تحملاً واحتمالاً لاستخدام المشتقات المالية وتحمل تكاليف البدء في تنفيذ محاسبة التحوط نظراً لانها شركات كبيرة الحجم، وتم استبعاد الشركات المالية لانها تواجه زيادة متطلبات القياس والاعتراف والافصاح بالمشتقات وغالباً ما تكون الشركات المالية هي المنشئة والمنظمة للمشتقات.

وتتكون العينة من 161 شركة غير مالية مقيدة في البورصة المصرية في سنة 2014 وتم استبعاد 47 شركة مالية من اجمالي 208 شركة مساهمة مقيدة في البورصة المصرية في سنة 2014. تم تقسيم العينة إلى عينتين فرعيتين وتضم العينة الاولي الشركات التي تستخدم المشتقات فقط لاغراض التحوط لتحديد افضل تأثير لمحاسبة التحوط علي قيمة الشركة وتقوم بالافصاح عن ذلك وفقاً للمؤشر المعد وفقاً لمتطلبات معيار المحاسبة المصري رقم 25، 26، ومعيار IFRS 7، وكانت هذه العينة الفرعية مكونة من 15 شركة متحوطة وتفصح عن التحوط، والعينة الفرعية

الثانية من الشركات التي تتعرض لمخاطر العملة بشكل نسبي ولا تستخدم تحوط سعر الصرف للحد من مخاطر سعر الصرف ولكن تفصح افصاح غير كافي عن المخاطر واساليب ادارة المخاطر. ، وذلك قياسا على كل من (Allaynnis & Weston, 2001; Allaynnis & Ofek, 2001; Rahmat & Hoffmann, 2011; Allaynnis et al., 2012; Gómez-González et al., 2012; Zahang, 2013; Pierce, 2015).

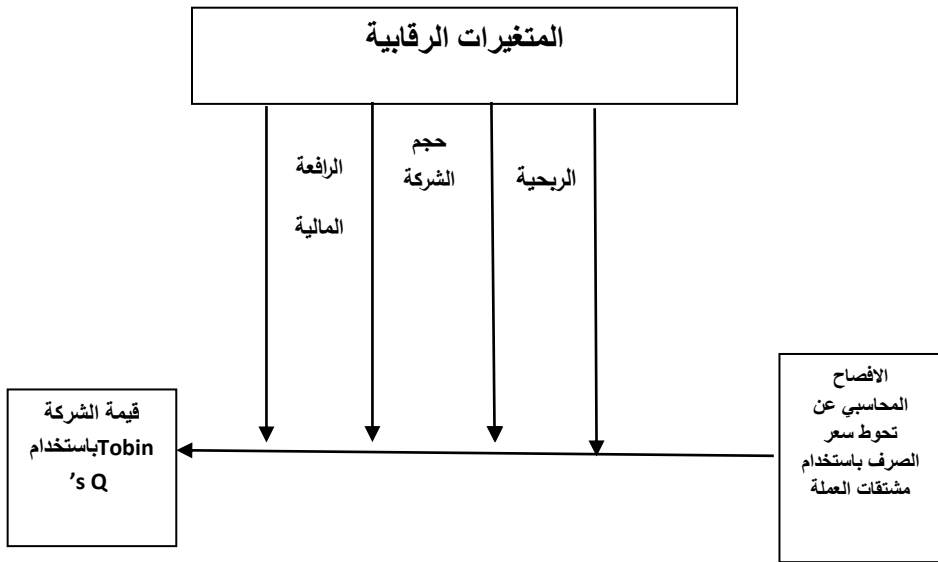
12-2- أدوات وإجراءات الدراسة:

تحقيقا لهدف البحث تم الاعتماد علي البحث المكتبي في مرحلة تحليل الدراسات السابقة والاصدارات المحاسبية ذات الصلة والتي تناولت متغيرات الدراسة بهدف استخلاص التأصيل العلمي للعلاقة بين المتغيرات، لاختبار فروض الدراسة اعتمد الباحث علي التقارير المالية المنشورة لشركات العينة عن السنة المالية 2014، وذلك من خلال عدة مصادر للحصول علي البيانات المطلوبة منها؛ شركة مصر لنشر المعلومات، موقع مباشر لنشر المعلومات، موقع ارقام، إلى جانب المواقع الرسمية لشركات العينة. وبالنسبة لاسعار الأسهم سوف يتم الاعتماد علي المواقع السابقة وعلي برنامج Metastock. وتشتمل اجراءات الدراسة التطبيقية علي تجميع البيانات والحصول علي الارقام الواردة في القوائم المالية، واسعار الأسهم والمعلومات المالية الاخري اللازمة لاحتساب قيمة الشركة وحجم الشركة وحجم مشتقات العملة والرافعة المالية، إلى جانب المعلومات غير المالية المتعلقة بالافصاح بشأن اجراءات التحوط تمهيدا لاجراء التحليل الاحصائي لهذه البيانات بهدف اختبار فروض البحث، قياسا علي منهجية بعض الدراسات السابقة (Allaynnis & Weston, 2001; Rahmat

& Hoffman, 2011; Allaynnis et al., 2012; Gómez-González et al., 2012; Zahang, 2013; Pierce, 2015)

12-2 توصيف وقياس متغيرات الدراسة:

بالرجوع إلى فرض البحث، يمكن تحديد المتغير المستقل والمتغير التابع، والمتغيرات المعدلة للعلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن التحوط وقيمة الشركة. على النحو التالي:



وتم قياس متغيرات الدراسة على النحو التالي:

أ- المتغير المستقل :

الإفصاح المحاسبي عن التحوط لمخاطر سعر الصرف: ويتم قياسه بمؤشر للإفصاح المحاسبي عن أنشطة التحوط وفقا لمعيار التقرير المالي الدولي IFRS 7 "الادوات المالية: الإفصاحات" ومعيار المحاسبة المصري رقم 25 "الادوات المالية: العرض والإفصاح" قياسا على دراسة (Rahmat & Hoffmann, 2011). ويتكون

مؤشر الإفصاح من العناصر الآتية؛ الإفصاح عن مستوي مخاطر سعر الصرف، مصدر مخاطر سعر الصرف، هدف ادارة مخاطر سعر الصرف، نسبة المخاطر التحوط لها، نوع علاقة التحوط، فعالية التحوط، المبلغ المتحوط له، مدة التحوط، نوع المشتقة، امكانية الوصول لمعلومات التحوط، وكذلك اعتمادا علي نموذج استخدام تحوط سعر الصرف الاجنبي والذي يستدل عليه باستخدام مشتقات العملة كأداة للتحوط المحاسبي لمخاطر سعر الصرف، قياسا علي (Allaynnis & Weston, 2001; Allaynnis & Ofek, 2001; Allaynnis et al., 2012; Gómez-al., 2012; Zahang, 2013; Pierce, 2015; Abdel- González et al., 2012; Khalik, & Chen, 2015)

ب- المتغير التابع:

قيمة الشركة : يعرف علي انه النسبة بين القيمة السوقية للشركة إلى القيمة الدفترية للشركة. ويتم قياس قيمة الشركة باستخدام نموذج **Tobin's q** حيث يتم حسابها بقسمة القيمة السوقية لاجمالي الاصول علي القيمة الدفترية لاجمالي الاصول، حيث القيمة السوقية لاجمالي الاصول هي مجموع القيمة السوقية لحقوق الملكية (سعر اقبال الأسهم × عددها + الارباح بعد التوزيعات) مضاف اليها القيمة الدفترية للالتزامات والفوائد، والقيمة الدفترية لاجمالي الاصول هي مجموع القيمة الدفترية لحقوق الملكية (قيمة حقوق الملكية الظاهرة في قائمة المركز المالي) والقيمة الدفترية للالتزامات والفوائد قياسا علي (Allaynnis & Weston, 2001; Allaynnis & Ofek, 2001; Rahmat & Hoffmann, 2011; Allaynnis et al., 2012; Gómez- González et al., 2012; Zahang, 2013; Pierce, 2015؛ السيد، 2015؛ عوض، 2015).

ج- المتغيرات الرقابية:

ويقصد بها بعض الخصائص التشغيلية الخاصة للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية ويتم قياسها من واقع البيانات من التقارير المالية وتشمل:

ج-1- **حجم الشركة:** ويعبر عنه باجمالي الاصول. ويقاس باللوغاريتم الطبيعي لاجمالي الاصول Log of total assets قياسا علي (Allaynnis & Weston, 2001; Allaynnis & Ofek, 2001; Rahmat & Hoffmann, 2011; Allaynnis et al., 2012; Gómez-González et al., 2012; Zahang, 2013; Pierce, 2015).

ج-2- **الربحية:** معدل العائد علي الاصول ROA ، ويتم قياسه بنسبة الارباح إلى اجمالي الأصول قياسا علي (Allaynnis & Weston, 2001; Allaynnis & Ofek, 2001; Rahmat & Hoffmann, 2011; Allaynnis et al., 2012; Gómez-González et al., 2012; Zahang, 2013; Pierce, 2015)

ج-4- **الرافعة المالية:** مدي اعتماد هيكل الملكية علي الديون . ويتم قياسها بنسبة الديون طويلة الاجل إلى حقوق الملكية، او نسبة اجمالي الالتزامات إلى اجمالي الاصول قياسا علي (Allaynnis & Weston, 2001; Rahmat & Hoffmann, 2011; Zahang, 2013; Allaynnis et al., 2012; Gómez-González et al., 2012; Pierce, 2015)

12-3 - تحليل النتائج واختبار فرض البحث:

استهدف فرض البحث اختبار العلاقة بين مدي تأثير الافصاح الكافي عن أنشطة التحوط وفقا لمتطلبات المعايير المعمول بها علي قيمة الشركة باستخدام Tobn's q، وقبل ادخال المتغيرات الي نموذج التحليل الاحصائي تم تجهيزها في صورة مصفوفة تتضمن متغيرات الدراسة التي تم اعداد بيان المشاهدات الخاصة بكل شركة (ملحق رقم 2)، تمهيدا لاجراء الاختبارات الاحصائية لاثبات او رفض فرض البحث.

تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط من خلال معامل ارتباط بيرسون
باستخدام برنامج SPSS لاختبار فرض العدم:

H0: لا يؤثر الإفصاح المحاسبي عن التحوط لمخاطر سعر الصرف علي قيمة
الشركات غير المالية المقيدة في البورصة المصرية.

Firm value	
0.072	معامل ارتباط بيرسون
0.005	معامل التحديد R squer
0.359	p-value
161	N

وكان معامل الارتباط (0.072) مما يشير الي وجود ارتباط ايجابي ضعيف
جدا وقد تم التأكد من النتيجة السابقة من خلال استخدام اسلوب الانحدار الخطي
البسيط لتحديد مدي تأثير افصاح الشركة عن تحوطها لمخاطر اسعار الصرف علي
القيمة السوقية للشركة وقد ظهر نموذج الانحدار كالتالي:

$$\text{Tobin's } q = \alpha + \beta \text{index} + \epsilon$$

حيث ان:

Tobiin's q هي قيمة الشركة

index هو مؤشر الافصاح المشتق من المعايير

وجاءت قيمة p-value لنموذج الانحدار البسيط 0.359 وهي اكبر من 5%
مما يشير الي عدم معنوية النموذج الاحصائية ككل. ومما يعني ان القوة التفسيرية
لمدي تأثير مستوي الافصاح عن استخدام التحوط كاداة لادارة مخاطر سعر الصرف
علي زيادة قيمة الشركة (علاوة التحوط) كانت منخفضة جدا حيث بلغ معامل التحديد
0.5%. مما يعني ان العلاوة في قيمة الشركة يفسرها الافصاح عن التحوط
لمخاطر سعر الصرف وهو ما يعني ان تأثير الافصاح في قيمة الشركة كان ايجابيا
ولكن ضعيف جدا وهو ما يعني عدم وجود علاقة احصائية بنسبة 0.5%.

وتتفق هذه النتيجة مع النتائج التي توصلت اليها دراسة (Jin & Jorion,2004) والتي توصلت الي عدم تأثير التحوط لمخاطر تقلب سعر الذهب ومخاطر سعر الصرف في شركات التعدين الامريكية على القيمة السوقية للشركة. ويرى الباحث ان تلك النتائج يمكن ارجاعها الي ان سنة 2014 كانت بداية ازمة ارسدة العملات الاجنبية في البنوك التجارية وكذلك البنك المركزي مما ادي الي زيادة صرامة السياسات النقدية والمالية التي يصدرها البنك المركزي والتي ادت الي بداية ظهور السوق الموازية والتي لجأت اليها الشركات التي لديها عمليات خارجية لتدبر احتياجها من العملات الاجنبية علي حساب حركة استخدام الشركات لمشتقات العملة كاداة للتحوط لادارة مخاطر سعر الصرف حيث ان الشركات غير المالية كانت تلتجأ الي البنوك والشركات المالية لاستصدار المشتقات المالية وفي ظل السياسات النقدية الجديدة لجأت الشركات الي السوق الموازية لتدبر احتياجها من العملات الاجنبية. كما ان بعض الشركات بدأت في استخدام التحوط التشغيلي متمثلاً في التنوع الجغرافي وعدم السحب علي المكشوف من ارسدة العملات الاجنبية كبديل للتحوط المالي، الي جانب اعتراف، وافصح بعض الشركات في قوائمها المالية بانها بعد موافقة الجمعية العامة للشركة قد تدبرت الشركة احتياجها من العملات الاجنبية من مصادر غير رسمية. كما ان البعض الاخر افصح فقط عن مستوي مخاطر سعر الصرف دون التطرق الي الادوات والاساليب المستخدمة في ادارة تلك المخاطر.

- ولاختبار مدي صحة فرض الدراسة في ظل المتغيرات الرقابية تم ادخال المتغيرات كحجم الشركة، الرافعة المالية، معدل العائد علي الاصول كمتغيرات رقابية علي نموذج الانحدار الاصلي، واعادة تشغيل هذا النموذج لتحديد مدي تأثير المتغيرات الجديدة علي العلاقة الرئيسية محل الاختبار، وامكن تلخيص النتائج في الحالتين كما يلي:

قبل ادخال المتغيرات الرقابية	بعد ادخال المتغيرات الرقابية	
0.072	0.183	معامل ارتباط بيرسون
0.005	0.034	معامل التحديد R squer
0.359	0.248	p-value للنموذج
	X1 (0.377)	
	X2 (0.762)	
	X3 (0.736)	
	X4 (0.039)	
161	161	N

ويتمثل نموذج الانحدار كما يلي :

$$\text{Tobin's } q = \alpha + \beta_1 \text{gd} + \beta_2 \text{size} + \beta_3 \text{leverage} + \beta_4 \text{ROA} + \epsilon$$

كما هو موضح بالجدول فقد زادت القوة التفسيرية لنموذج الانحدار من (0.005) الي (0.34) مما يشير الي تأثير الخصائص التشغيلية للشركة كمتغيرات رقابية علي مدي قوة العلاقة بين متغيري الدراسة الا ان معنوية نموذج الانحدار زادت فقط مع ادخال متغير ربحية الشركة علي النموذج حيث كانت P-value (0.039) وظل النموذج غير معنوي بعد ادخال متغير حجم الشركة و الرفع المالي حيث كانت P-value (0.762، 0.736) علي التوالي وبالتالي جاءت P-value للنموذج ككل (0.248) اي انه اكبر من 0.05 مما يشير الي عدم معنوية نموذج الانحدار ككل في هذه الحالة ولكن هناك تاثير لاستخدام التحوط علي قيمة الشركة وان كان تأثيرا طفيفا.

13 - نتائج البحث:

استهدف البحث من خلال مشكلته وفرضه اختبار ما اذا كان زيادة الشفافية عن طريق الافصاح الكافي عن تحوط الشركات غير المالية ضد مخاطر سعر الصرف يخلق قيمة للشركة وزيادة في قيمتها السوقية، وذلك بالتطبيق علي عينة من الشركات غير المالية المقيدة في البورصة المصرية في عام 2014. وجاءت نتائج البحث في الاجابة عن اسئلته من الاول الي الثالث نظريا والسؤالين الرابع والخامس تطبيقيا كما يلي:

- ركز السؤال الاول للبحث، علي ماهي محددات التحوط ضد مخاطر سعر الصرف؟، وتمت الاجابة عليه كما يلي؛ ان من اهم محددات والدوافع وراء قيام الشركات غير المالية باستخدام التحوط كأداة لإدارة المخاطر المالية بصفة عامة ومخاطر اسعار الصرف علي وجه التحديد هو تعرض الشركة لازمات المالية الداخلية، تكلفة الوكالة وتكلفة التمويل، تجنب الادارة للمخاطر خاصة اذا كان المديرين يملكون حصص في الاسهم، عدم تكاثر المعلومات التكاليف التعاقدية وخفض الالتزامات الضريبية.

- ركز السؤال الثاني للبحث، علي ماهي اهم متطلبات الافصاح المحاسبي عن التحوط لمخاطر سعر الصرف؟، وتمت الاجابة عليه كما يلي؛ ان من أهم متطلبات الافصاح عن استخدام الشركات غير المالية للتحوط لمخاطرها المالية بصفة عامة ومخاطر اسعار الصرف بصفة خاصة تتمثل في المتطلبات التي نص عليها معيار IFRS 7 ومعياري المحاسبة المصريين 25، و26 والمعيار المضاف لهما في تعديلات 2015 معيار المحاسبة المصري 40 المناظر للدولي IFRS 7 وتتمثل هذه المتطلبات في مؤشر الافصاح، ويتكون مؤشر الافصاح من العناصر الاتية؛ الافصاح عن مستوي مخاطر سعر الصرف، مصدر مخاطر سعر الصرف، هدف ادارة مخاطر سعر الصرف، نسبة المخاطر التحوط لها، نوع علاقة التحوط، فعالية التحوط، المبلغ المتحوط له، مدة التحوط، نوع المشتقة، امكانية الوصول لمعلومات التحوط، وكذلك اعتمادا علي نموذج استخدام تحوط سعر الصرف الاجنبي والذي يستدل عليه باستخدام مشتقات العملة كأداة للتحوط المحاسبي لمخاطر سعر الصرف .

- ركز السؤال الثالث للبحث علي، ما المقصود بقيمة الشركة وماهي أهم مقاييسها؟ وتمت الاجابة عليه كما يلي؛ ان مفهوم قيمة الشركة عبارة عن اجمالي قيمة اصول الشركة السوقية، ويستخدم للتعبير عنها عدة مقاييس تقوم بالمقارنة بين القيمة السوقية الي القيمة الدفترية للشركة ومنها؛ Tobin's q هو المقياس المستخدم في الدراسة ويعني النسبة بين قيمة اصول الشركة السوقية الي قيمة اصول الشركة الدفترية، وبعد من اهم المقاييس لانه يعتمد علي العديد من المدخلات التي تستخدم للوصول للنتائج، ويأتي بعدها مقياس MTB القيمة السوقية الي القيمة الدفترية ويعبر عنه بالقيمة السوقية للاسهم الي القيمة الدفترية للاسهم ، وكذلك معدل العائد علي الاصول وهو النسبة بين الارياح المحققة في الفترة الي اجمالي اصول الشركة.
- ركز السؤال الرابع للبحث علي، هل يؤثر الإفصاح المحاسبي عن التحوط ضد مخاطر سعر الصرف علي قيمة الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية؟، وتمت الاجابة عليه كما يلي؛ ان النتائج التطبيقية للتحليل الاحصائي لفرض البحث اظهرت وجود تأثير ايجابي طفيف جدا للافصاح الكافي عن استخدام محاسبة التحوط وفقا للمتطلبات المشار اليها في المؤشر علي قيمة الشركة ولكن النتيجة جاءت بعدم معنوية نموذج الانحدار وكذلك ضعف القوي التفسيرية اي ان هناك من العوامل الاخرى ما ادي الي حدوث زيادة في قيمة تلك الشركات الي جانب استخدام محاسبة التحوط كاداة لإدارة مخاطر الشركة.
- ركز السؤال الخامس للبحث علي، هل تتاثر العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن تحوط سعر الصرف وقيمة الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية ببعض الخصائص التشغيلية للشركات غير المالية ومنها؛ حجم الشركة، الرافعة المالية، ومعدلات الربحية؟، وتمت الاجابة عليه كما يلي؛ ان النتائج اظهرت ان ادخال المتغيرات الرقابية التي تمثل بعض الخصائص التشغيلية للشركة كحجم الشركة ، الرافعة المالية، والربحية المعبر عنها بمعدل العائد علي الاصول، قد ادي الي زيادة مدي تاثير الإفصاح عن التحوط علي قيمة الشركة وزيادة القوة التفسيرية لهذه الزيادة الا ان النموذج ككل ظل غير معنويا وان كان المتغير

الرقابي المتمثل في الربحية له تاثير معنوي علي قوة العلاقة بين التحوط وقيمة الشركة، الا ان عدم معنوية النموذج ككل ظلت قائمة بعد ادخال المتغيرات الرقابية.

14- توصيات البحث:

في ضوء ما انتهى اليه البحث من نتائج بشقيه النظري والتطبيقي، وفي ضوء الاجابة علي اسئلة البحث يوصي الباحث بما يلي:

- يجب تطوير المعايير المصرية ذات الصلة بمحاسبة التحوط لتواكب التطورات الدولية بحيث تصبح اكثر سهولة واقل صرامة لتضييق الفجوة الكمية والنوعية بين المعايير المصرية والدولية، وكذلك تشجيع الشركات لتطبيق محاسبة التحوط بشكل اكثر من الان.
- يجب تطوير معايير الافصاح عن الادوات المالية بصفة عامة ومحاسبة التحوط علي وجه التحديد لتسهل من عمل الشركات واعداد والاعتماد علي مؤشر الافصاح الذي يسهل من عمل الشركات بصفة عامة والشركات غير المالية علي وجه التحديد.
- كما يوصي الباحث بضرورة توجيه العديد من البحوث التطبيقية لتطوير وزيادة الثقة في استخدام محاسبة التحوط الافصاح عنها بشكل صحيح وكافي في الشركات غير المالية.
- يوصي الباحث هيئة الرقابة المالية باصدار دليل ملزم بمتطلبات الافصاح عن أنشطة ونتائج عمليات التحوط لمخاطر سعر الصرف للشركات المقيدة في البورصة المالية.

مجالات البحث المقترحة:

- اثر محاسبة التحوط ضد مخاطر سعر الصرف علي القابلية للمقارنة - دراسة تطبيقية علي الشركات المقيدة في البورصة المصرية.
- اثر محاسبة التحوط علي جودة القوائم المالية- دراسة تطبيقية علي الشركات غير المالية المقيدة في البورصة المصرية.

قائمة المراجع:

المراجع العربية:

- السيد، محمد فوزي محمد. 2015. أثر المراجعة الداخلية للاستدامة على قيمة الشركة في ظل الإفصاح عن وبدائل اسناد دوريتها كوظيفة- دراسة ميدانية وتجريبية. رسالة دكتوراة غير منشورة. قسم المحاسبة. كلية التجارة. جامعة الاسكندرية.
- حماد، طارق عبد العال. 2003. ادارة المخاطر. الدار الجامعية. اسكندرية.
- 2010. المشتقات المالية. الدار الجامعية . الاسكندرية
- خليفة، يسري حسين. 2009.العوامل المؤثرة علي قرار تبني استخدام المشتقات المالية. مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الاسكندرية. 46 (1) : 251-278.
- رميلي، سناء محمد رزق. 2015. نحو مؤشر مقترح للإفصاح عن المخاطر في صناعة التأمين المصرية. رسالة دكتوراة غير منشورة. قسم المحاسبة. كلية التجارة. جامعة دمنهور.
- سالم، احمد محمد كامل. 2002. دور الإفصاح المحاسبي في خدمة قرارات الاستثمار في الاوراق المالية في ظل سياسة التحوط الاقتصادي. رسالة دكتوراة غير منشورة. قسم المحاسبة. كلية التجارة. جامعة الاسكندرية.
- سالم، عبد الرازق حسين طاهر. ٢٠٠٥. المحتوى المعلوماتي للتدفق النقدي الحر وعلاقته بقيمة المنشأة من منظور نظرية الوكالة :دارسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية. رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم المالية والمصرفية، جامعة البلقاء التطبيقية- الأردن.
- شحاته، احمد بسيوني، عبد الوهاب نصر علي. 2008. المحاسبة المالية المتقدمة وفقا لحدث معايير المحاسبة الدولية والامريكية والعربية. كلية التجارة. جامعة الاسكندرية.

-، شحاته السيد شحاته. 2015. مبادئ المحاسبة المالية وفقا لمعايير المحاسبة الدولية. كلية التجارة. جامعة الاسكندرية.
- عبد التواب، محمد عزت. 2014. تطوير المحاسبة عن الادوات المالية كمدخل لتحسين جودة التقارير المالية. رسالة دكتوراة غير منشورة. قسم المحاسبة. كلية التجارة. جامعة حلوان.
- ملوالعين، علاء محمد عبدالله. ٢٠١١. دراسة العلاقة التأثيرية بين هيكل أرس المال وحجم الشركة ومعدل نمو المبيعات وتعظيم قيمة الشركة :دراسة تطبيقية . مجلة التجارة والتمويل - جامعة طنطا، العدد ٢ : ٢٩٧- ٣٢٧ .
- عوض، ايمن عوض زكي. 2015. العلاقة بين مستوي التحفظ المحاسبي بالقوائم المالية قبل وأثناء الأزمة المالية العالمية وقيمة الشركة - دراسة تطبيقية علي الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. رسالة ماجستير غير منشورة .قسم المحاسبة. كلية التجارة. جامعة دمنهور .
- وزارة الاستثمار. 2015. معيار المحاسبة المصري رقم 25: الاوراق المالية العرض والافصاح . متاح علي الموقع الالكتروني /<http://esaaegypt.com/> .
- 2015. معيار المحاسبة المصري رقم 26: الاوراق المالية الاعتراف والقياس. متاح علي الموقع الالكتروني /<http://esaaegypt.com/> .
- هندي، نصر الدين محمد. 2001. اتجاهات المحاسبة عن أنشطة التحوط ضد المخاطر المصرفية في ظل التغيرات الحديثة في البيئة الاقتصادية. مجلة البحوث التجارية المعاصرة. كلية التجارة بسوهاج- جامعة جنوب الوادي، المجلد الخامس، العدد 2 : 163-203.
- هندي، منير ابراهيم. 2003. ادارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات المالية. منشأة المعارف. اسكندرية.

- المراجع الاجنبية:

- Abbasi. M, E. Kalantari, and H. Abbasi. (2012). Impact of Corporate Governance Mechanisms on Firm Value Evidence from the Food Industry of Iran, **Journal of Basic and Applied Scientific Research**, Vol. 2, No. 5: 4712-4721.
- Abdel-Khalik, A. R., & Chen, P. C. (2015). Growth in financial derivatives: The public policy and accounting incentives. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(3), 291-318.
- Afza, T., & Alam, A. (2011). Determinants of corporate hedging policies: A case of foreign exchange and interest rate derivative usage. **African Journal of Business Management**, 5(14), 5792.
- Allayannis, G., & Ofek, E. (2001). Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives. **Journal of international money and finance**, 20(2), 273-296.
- Allayannis, G., & Weston, J. P. (2001). The use of foreign currency derivatives and firm market value. *Review of financial studies*, 14(1), 243-276.
- Allayannis, G., Lel, U., & Miller, D. P. (2012). The use of foreign currency derivatives, corporate governance, and firm value around the world. *Journal of International Economics*, 87(1), 65-79.
- Aretz, K., & Bartram, S. M. (2010). Corporate hedging and shareholder value. *Journal of Financial Research*, 33(4), 317-371.
- Aretz, K., Bartram, S. M., & Dufey, G. (2007). Why hedge? Rationales for corporate hedging and value implications. *The Journal of Risk Finance*, 8(5), 434-449.

- Attia, M. B. R. (2011). Income smoothing, hedging and information content of earnings. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3(6), 348.
- Bae, K. H., Baek, J. S., Kang, J. K., & Liu, W. L. (2012). Do controlling shareholders' expropriation incentives imply a link between corporate governance and firm value? Theory and evidence. *Journal of financial Economics*, 105(2), 412-435.
- Bartram, S. M., Brown, G. W., & Conrad, J. (2011). The effects of derivatives on firm risk and value. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(04), 967-999.
- Beest V., Ferdy, Geert B., and Suzanne B. 2009. **Quality of Financial Reporting: Measuring Qualitative Characteristics**. Nijmegen Center for Economics (NICE) , Nijmegen Center for Economics Working Paper 9(108):1-41.
- Bodnar, G. M., & Gebhardt, G. (1999). Derivatives Usage in Risk Management by US and German Non- Financial Firms: A Comparative Survey. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 10(3), 153-187.
- Bunea-Bontas, C. (2012). The Assessment of Hedge Effectiveness. *Economics and Applied Informatics*, (1), 57-62.
- Brown, G. W. (2001). Managing foreign exchange risk with derivatives. *Journal of Financial Economics*, 60(2), 401-448.
- Campbell, J. L. (2015). The fair value of cash flow hedges, future profitability, and stock returns. *Contemporary Accounting Research*, 32(1), 243-279.
- Chance, D. M., & Brooks, R. (2015). *Introduction to derivatives and risk management*. Cengage Learning.

- Chen, W., TAN, H. T., & Wang, E. Y. (2013). Fair value accounting and managers' hedging decisions. *Journal of Accounting Research*, 51(1), 67-103.
- Chen. J T-Y. (2010). Green Sox for investors: Requiring Companies to Disclosure Risks Related to Climate Change. *Journal of Business and Technology Law*, 5(2): 324-356.
- DeMarzo, P. M., & Duffie, D. (1995). Corporate incentives for hedging and hedge accounting. *Review of Financial Studies*, 8(3), 743-771.
- Eckstein, C., Markelevich, A., & Reinstein, A. (2008). Accounting for derivative instruments and hedging activities (SFAS No. 133) Implications for profitability measures and stock prices. *Review of Accounting and Finance*, 7(2), 131-149.
- Ernst & Young, (2014, February).Hedge Accounting under IFRS 9. Applying IFRS.Retrieved from: <https://www.ey.com>
- Finnerty, J. D., & Grant, D. (2002). Alternative approaches to testing hedge effectiveness under SFAS No. 133. *Accounting Horizons*, 16(2), 95-108.
- Financial Accounting Standards Board (FASB). 1998. **Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities. FAS 133**. Available at: www.fasb.com
- Frazier, J. (2014). HEDGING CURRENCY IN THE AUTOMOTIVE INDUSTRY: A MANUFACTURING CASE STUDY. *International Journal of Business, Accounting, & Finance*, 8(1).
- Fahlenbrach, R., & Stulz, R. M. (2011). Bank CEO Incentives and the Credit Crisis. *Journal of Financial Economics*, 99(1), 11-26.

- Froot, K. A., Scharfsten, D.S. and Stein, J. C. (1993). Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies. **The Journal of Finance**, 48, 1629 – 1658.
- Francis, B., Hasan, I., & Wu, Q. (2013). The benefits of conservative accounting to shareholders: Evidence from the financial crisis. **Accounting Horizons**, 27(2), 319-346.
- Géczy, C., Minton, B. A., & Schrand, C. (1997). Why firms use currency derivatives. **The Journal of Finance**, 52(4), 1323-1354.
- Glaum, M., & Klöcker, A. (2011). When the Tail Wags the Dog: Hedge Accounting and its Influence on Financial Hedging. **Accounting and Business Research**, forthcoming.
- Gómez-González, J. E., León Rincón, C. E., & Leiton Rodríguez, K. J. (2012). Does the Use of Foreign Currency Derivatives Affect Firms' Market Value? Evidence from Colombia. **Emerging Markets Finance and Trade**, 48(4), 50-66.
- Graham, J. R., & Rogers, D. A. (1999). Is corporate hedging consistent with value maximization? An empirical analysis. *An Empirical Analysis (June 25, 1999)*.
- Graham, J. R., & Rogers, D. A. (2002). Do firms hedge in response to tax incentives?. **The Journal of finance**, 57(2), 815-839.
- Guay, W., Kothari, S.P., 2003. How much do firms hedge with derivatives?. **J. Financ. Econ.** 70, 423–461.
- Hail, L. (2013). Financial reporting and firm valuation: relevance lost or relevance regained?. **Accounting and Business Research**, 43(4), 329-358.
- Huguen, L. (2010). When do accounting earnings matter more than economic earnings? Evidence from hedge

- accounting restatements. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(9- 10), 1027-1056.
- Hughes, J., Liu, J., & Zhang, M. (2004). Valuation and accounting for inflation and foreign exchange. *Journal of Accounting Research*, 42(4), 731-754.
 - Iatridis, G. (2012). Hedging and earnings management in the light of IFRS implementation: Evidence from the UK stock market. *The British accounting review*, 44(1), 21-35.
 - International Accounting Standards Board. (1998). Financial Instruments: Recognition and Measurement: IAS No. 39, available at: www.ifrs.org
 - ----- Modified (2005). Financial Instruments: Presentation: IAS No. 32, available at: www.ifrs.org.
 - ----- Modified 2010. Financial Instruments: Disclosures : IFRS No.7, available at: www.ifrs.org
 - -----.(2014). Financial Instruments: Recognition and Measurement : IFRS No.9, available at: www.ifrs.org
 - Ito, T., Koibuchi, S., Sato, K., & Shimizu, J. (2016). Exchange rate exposure and risk management: The case of Japanese exporting firms. *Journal of the Japanese and International Economies*, 41, 17-29.
 - Lee, J. W., & Zhang, Z. (2011). Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from Chinese Listed Companies. *SSRN Working Paper Series*.
 - Jorion, P. (1990). The exchange-rate exposure of US multinationals. *Journal of business*, 331-345.

- Jorion, P. (1997). *Value at risk*. McGraw-Hill, New York.
- Karami A., and AKhgar M. (2014). Effect of company size and leverage features on the quality of financial reporting of companies listed in Tehran Stock Exchange. **Journal of Contemporary Research in Business** , 6(5): 71-81.
- Khan, A., & Zuberi, V. (1999). *Stock Investing for Everyone: Tools for investing like the pros* .John Wiley & Sons.
- Lin, J. B., Pantzalis, C., & Park, J. C. (2010). Corporate hedging policy and equity mispricing. *Financial Review*, 45(3), 803-824.
- Lemmon, M. L., & Lins, K. V. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *The journal of finance*, 58(4), 1445-1468.
- Liu, C., Uchida, K., & Yang, Y. (2012). Corporate governance and firm value during the global financial crisis: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 21, 70-80.
- Magee, S. (2013). The effect of foreign currency hedging on the probability of financial distress. *Accounting & Finance*, 53(4), 1107-1127.
- Modigliani, F., and M. Miller. 1958. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment." *The American Economic Review*. 48 (3) (June 1): 261-297.
- O'Sullivan. M J. 1999. **An investigation into the relation between corporate governance and firm value in the U.K.** PhD Thesis, University of Oxford.
- Pierce, S. (2015). Does the Accounting for Derivatives Affect Risk and Value?. Available at : www.SSRN.com.

- Plenborg, T. (2002). Firm valuation: comparing the residual income and discounted cash flow approaches. *Scandinavian Journal of Management*, 18(3), 303-318.
- Rahmat, N. D., & Hoffmann, K. (2011). **Hedging Disclosure and its impact on firm's value. Master Thesis. School of economics and management. Lund University. Available at: <https://lup.lub.lu.se> .**
- Smith, C., & Stulz, R. (1985). The Determinants of Firms' Hedging Policies. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 20(4), 391-405. doi:1. Retrieved from <http://www.jstor.org>
- Stulz, R. M. 1984 .Optimal Hedging Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19,127–140.
- Sprcic, D. M. and Z. Sevic, 2012. Determinants of corporate hedging decision: Evidence from Croatian and Slovenian companies. **Research in International Business and Finance**. 26(1), 1– 25.
- Smith, P. A., & Kohlbeck, M. J. (2008). Accounting for Derivatives and Hedging Activities: Comparison of Cash Flow versus Fair Value Hedge Accounting. *Issues in Accounting Education Teaching Notes*, 23(1), 13-34.
- Wang, K., & Smith, L. M. (2009). How different GAAPS affect performance of valuation models: Evidence from Asia-based companies. *Advances in Accounting*, 25(2), 284-294.
- Watts, R. L., & Zuo, L. (2012). Accounting conservatism and firm value: Evidence from the global financial crisis. *WorkingPaper, <http://papers.ssrn.com>*.
- Zhang, H. (2009). Effect of derivative accounting rules on corporate risk-management behavior. *Journal of accounting and economics*, 47(3), 244-264.

- Zhou, V. Y., & Wang, P. (2013). Managing foreign exchange risk with derivatives in UK non-financial firms. *International Review of Financial Analysis*, 29, 294-302.
- Zhang, M. (2013). **Foreign Exchange Risk Hedging and Firm value: Empirical Study from MNCs in China.** Master Thesis. Tilburg School of Economics and Management. Tilburg University.