

مجلة كلية التراث الجامعية

مجلة علمية محكمة

متعددة التخصصات نصف سنوية

العدد الثالث والثلاثون

عدد خاص بواقع المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر (الدولي الثالث)

27 آذار 2022

ISSN 2074-5621

رئيس هيئة التحرير

أ. د. جعفر جابر جواد

نائب رئيس هيئة التحرير

أ. م. د. نذير عباس ابراهيم

مدير التحرير

أ. م. د. حيدر محمود سلمان

رقم الایداع في دار الكتب والوثائق 719 لسنة 2011

مجلة كلية التراث الجامعية معترف بها من قبل وزارة التعليم العالي والبحث العلمي بكتابها المرقم
(ب) (3059/4) والمؤرخ في (7/4/2014)



التغيرات في اسعار الصرف واثرها في الاداء المالي باستخدام كل من (العائد على الموجودات والقيمة السوقية) لعينة من الشركات الصناعية

م.م. معتصم عباس تركي الزبيدي

دائرة صحة ديالى

كلية التراث الجامعية - قسم ادارة الاعمال

الباحث حسين الطيف حمد الجبوري

جامعة الموصل - قسم العلوم المالية والمصرفية



المستخلص :

تهدف الدراسة إلى بيان أثر مخاطر سعر الصرف في الأداء المالي للشركات الصناعية المتعددة الجنسية. وأخذت العينة والبلدان النامية (تركيا، مصر) حالة تطبيقية. مستندة على بيانات سنوية للمدة (2002-2018)، وقد اعتمدت الدراسة على بيان أثر مخاطر سعر الصرف في الأداء المالي بطرق التحليل القياسي من خلال برنامج (Eviews10) والمتمثلة بين المتغيرات بين المعتمدة وإختبار إستقرارية السلاسل الزمنية (LL) وتحليل الانحدار المتعدد بطريقة البيانات الطولية (Levin and LL)، ومن ثم تحليل التباين (Balanced Panel Data)، ليبيان معنوية التأثير، لإبراز ما هي أهم محددات التي تواجه الشركات متعددة الجنسيات التي يكون في مقدمتها المخاطر الناجمة عن تغيرات أسعار الصرف، التي تكون على أساس أنظمة الصرف، وقد أفترضت الدراسة وجود تباين في التأثير بالإتجاه الإيجابي أو السلبي لمخاطر سعر الصرف في الأداء المالي للشركات المتعددة الجنسية بين البلدان عينة الدراسة، والتحقق من صحة الفرضية من عدمه ثم ذلك من خلال استخدام التحليل القياسي، حيث توصلت الدراسة إلى وجود تأثير عكسي لكل من متغير التعرض الاقتصادي بإستخدام حجم الشركة EEUFS، التعرض للترجمة بإستخدام المبيعات TEUS، التعرض للترجمة بإستخدام المواد الخام TEUS، التعرض للمعاملة بإستخدام حسابات القبض، في النموذجين (العائد على الموجودات، بإستخدام نموذج Q) لكل من مصر

Abstract

The study aims to demonstrate the impact of exchange rate risks on the financial performance of multinational industrial companies. The sample and the developing countries (Turkey, Egypt) were taken as an applied case. Based on annual data for the period (2002-2018), the study relied on the statement of the impact of exchange rate risks on financial performance by methods of standard analysis through the (Eviews10) program, represented between the variables between the approved, the time series stability test (LL) and Levin and multiple regression analysis. Balanced Panel Data method, and then analysis of variance to show the significance of the effect, to highlight what are the most important determinants facing multinational companies, foremost



among which are the risks arising from exchange rate changes, which are based on exchange systems. The study assumed a discrepancy in the effect in the positive or negative direction of exchange rate risks on the financial performance of multinational companies among the study sample countries. Using company size EEUFS, exposure to translation using sales TEUS, exposure to translation using raw materials TEUS, TEUAR exposure to transaction using accounts receivable, in the two models (return On assets, using Tobin's Q model for Egypt

المقدمة

تؤدي الشركات الصناعية دوراً بالغ الأهمية في الاقتصاد المحلي والعالمي, لذا فهي عرضة للتأثير بمتغيرات الاقتصاد الكلي والجزئي , بسبب العولمة السريعة للاقتصادات ، وسعر الصرف الأجنبي هو أحد تلك المتغيرات. قد تؤدي التقلبات غير المتوقعة في سعر الصرف الأجنبي إلى تغيير العائد ومن ثم في التدفقات النقدية التشغيلية والقرارات المالية والاستثمار والقيمة السوقية للشركة، حتى الشركات التي لديها معاملات دولية قليلة أو ليس لديها معاملات دولية ملحوظة تواجه تعرضاً كبيراً غير مباشر لسعر الصرف, لذلك فإن التعرض لتحركات العملة يمثل خطراً مهماً على عدد متزايد من الشركات المحلية والمتعددة الجنسيات منذ إعتماد نظام سعر الصرف المرن

تعتبر دراسة التغيرات سعر الصرف ذات أهمية بالغة للشركات المحلية والشركات متعددة الجنسيات, لكون عملها في جميع دول العالم أو اغلبها, مما يجعلها تخضع لقوانين تلك الدول, فبالإضافة إلى العديد من المخاطر التي تواجهها الشركات متعددة الجنسيات من مخاطر بيئية وسياسية وقانونية وغيرها, إلا أن التغيرات سعر الصرف يعد من أبرز المشاكل التي تواجهها بسبب طبيعة عمل هذه الشركات.

أهمية الدراسة

تنبع أهمية الدراسة من التوجة نحو تشخيص أهمية دراسة تغيرات أسعار الصرف, كما يأخذ التغيرات في أسعار الصرف والكيفية التي قد تؤثر فيها على الشركات الصناعية عينة الدراسة من خلال الأداء المالي لهذه الشركات, وذلك باعتبار هذه الشركات من مصادر التمويل الدولية و المحلية في وقت أصبح من العسر العثور على مثل هذه المصادر المناسبة إقتصاداً لدول قد تتعثر في معظمها للحصول على مصادر داخلية للتمويل أو من خلال الإستفادة من التقنيات والخبرات ونقلها إلى الداخل. وسيكون من الجيد دراسة العلاقة بين التغيرات في أسعار الصرف وما يخلفه من أثار على الأداء المالي لهذه الشركات, من أجل التوصل إلى حقيقة هذا الأثر, من هنا تتضح أهمية الدراسة في التعرف على تأثير تقلبات سعر الصرف في الأداء المالي

عينة الدراسة

تعاني الشركات بمختلف الدول (المتقدمة/ النامية) من العديد من المخاطر منها السياسية, الاقتصادية, الثقافية, والقانونية بالإضافة إلى المؤشرات النوعية التي يمكن أن تتأثر بها, ومن هنا يمكن تجسيد مشكلة الدراسة في كل مما يلي:

- ما هي أهم المحددات التي تواجه الشركات الصناعية , والتي يكون في مقدمتها المخاطر الناجمة عن تغيرات أسعار الصرف, التي تكون على أساس أنظمة الصرف؟
- ما مدى الأثار التي تتركها مخاطر سعر الصرف على التدفقات النقدية التشغيلية والمعاملاتية والاقتصادية للشركات الصناعية عينة الدراسة لمدة (2002-2018)؟

فرضية الدراسة

بناءً على ما طرحت من تساولات لمشكلة الدراسة تم صياغة الفرضيات الآتية :

1. توجد علاقة معنوية وبالاتجاه الإيجابي بين مخاطر سعر الصرف والأداء المالي للشركات الصناعية في البلدان عينة الدراسة.
2. يوجد تباين في التأثير بالإتجاه الإيجابي أو السلبي لمخاطر سعر الصرف في الأداء المالي للشركات المتعددة الجنسيات بين البلدان عينة الدراسة.

هدف الدراسة

في ضوء ما تم صياغته في كل من مشكلة الدراسة وفرضياتها, هدفت الدراسة إلى تحقيق الآتي :



1. إستعراض الإطار النظري لمفهوم الأداء المالي والتطرق إلى طرق قياس هذا الأداء بعد تعريفه والعوامل المؤثرة فيه، أما الجانب الثاني المتمثل بمخاطر سعر الصرف من خلال تعريفه وكيفية إدارته وأنواع هذه المخاطر وكيفية امكانية التقليل منها من خلال الدخول في أسواق الصرف الأجنبي.

2. دراسة التغيرات في أسعار الصرف الذي يعتبر من المحددات التي تؤثر على الأداء المالي للشركات المتعددة الجنسيّة.
3. تحليل النتائج وتقسيمها لمختلف أنواع مخاطر سعر الصرف في الأداء المالي لعينة الدراسة.

منهج الدراسة

من أجل بلوغ أهداف البحث وإختبار فرضيتها، تم الإستناد على المنهجية القائمة على الإتجاهات الأساسية التالية:
1. إتجاه وصفي يستند إلى الأدبيات والنظريات والدراسات المالية والإقتصادية والإدارية التي تناولت الموضوع بهدف تحديد الأثر

2. الاستعانة بالطرق الحديثة للاقتصاد القياسي في معرفة أثر مخاطر سعر الصرف في الأداء المالي من خلال استخدام نماذج الأثر الثابت والعشوائي من خلال بيانات (Panel Data) باستخدام نموذجين، الأول من خلال معرفة أثر المخاطر في الأداء المالي بإستخدام النسب الربحية (العائد على الموجودات)، أما الثاني فتمثل بنفس مؤشرات مخاطر سعر الصرف في الأداء المالي الذي تم قياسه من خلال القيمة السوقية نموذج توبن (Topin Q).

عينة الدراسة

من أجل إختبار فرضيات البحث وبلوغ أهدافه، تم إختيار عينة من الشركات في القطاع الصناعي، لذا تبنت الدراسة تجارب الدول المختارة، وذلك لعدم إمكانية الحصول على العينة الكافية لتمثيل مجتمع الدراسة، ومن هنا يمكن تجزئة عينة الدراسة إلى كل من

1. الحدود المكانية:

إشتغلت عينة الدراسة كل من الشركات الصناعية للدول النامية (تركيا ومصر)، من أجل معرفة مدى تأثير مخاطر سعر الصرف في الأداء المالي للقطاع الصناعي لهذه الشركات كما أن من أسباب إختيار هذه الدول هو إمكانية الحصول على القوائم المالية لهذه الشركات وفق السلسلة الزمنية المحددة للدراسة.

2. الحدود الزمنية: إشتغلت فترة الدراسة على المدة الزمنية الممتدة (2002-2018) لكونها شهدت العديد من الأحداث الإقتصادية والمالية والسياسية، التي كانت من أبرزها أزمة الرهن العقاري سنة (2008).

الدراسات السابقة

تعد دراسة مخاطر سعر الصرف وأثرها في الأداء المالي مجال جذب العديد من الباحثين الماليين والإقتصاديين، الأمر الذي سبب في اختلاف الآراء في طبيعة هذا الأثر، وفيما يلي سرد لأهم الدراسات :

1. دراسة (Michael, 2006, "عنوان" قياس وإدارة مخاطر سعر الصرف: القضايا والأساليب للشركات، يعد قياس وإدارة التعرض لمخاطر أسعار الصرف أمراً مهماً للحد من نقاط ضعف الشركة من تحركات أسعار الصرف الرئيسية، والتي يمكن أن تؤثر سلباً على هامش الربح وقيمة الأصول. تستعرض هذه الدراسة أنواع مخاطر سعر الصرف التي تواجهها الشركات، وهي المعاملات والمخاطر الإقتصادية، وتعرض نهج القيمة المعرضة للمخاطر كطريقة سائدة حالياً لقياس التعرض لمخاطر سعر الصرف للشركة، وتحصص المزايا والمساوى الرئيسية لمختلف الصرف إستراتيجيات إدارة مخاطر المعدل، بما في ذلك التحوط التكتيكي مقابل الاستراتيجي والسلبية مقابل التحوط النشط. بالإضافة إلى ذلك فإنه يحدد مجموعة من أفضل الممارسات المقبولة على نطاق واسع في إدارة مخاطر العملات ويقدم بعض أدوات التحوط الرئيسية في الأسواق خارج البورصة والأسواق المتداولة في البورصة. توفر الورقة أيضاً بعض البيانات حول استخدام أدوات المشتقات المالية وممارسات التحوط من قبل الشركات الأمريكية. وبينت الدراسة إلى أن هنالك تأثير لتغيرات أسعار الصرف على هامش الربح، من خلال تأثيرها على مصادر المدخلات، وأسواق المخرجات والديون، وقيمة الموجودات، وأوصت إلى إن الإدارة الحكيمية لمخاطر العملات قد تم تقويضها بشكل متزايد من قبل مجالس إدارة الشركات، خاصة بعد نوبات أزمة العملة في العقد الماضي وما ترتب على ذلك من إهتمام دولي متزايد بالمحاسبة ومخاطر الميزانية العمومية.

2. دراسة (Ito,Sato & Shimizu, 2013, "عنوان" التعرض لسعر الصرف وإدارة مخاطر سعر الصرف: حالة الشركات المصدرة اليابانية، هدفت الدراسة إلى تقييم تعرض سعر الصرف للشركات اليابانية، وتحقق في تأثير إدارة مخاطر سعر الصرف عليها. بإستخدام نتائج الاستبيان الذي تم إرساله إلى جميع الشركات المدرجة في بورصة طوكيو في عام 2009، وتجري تحليلات تجريبياً للتحقق مما إذا كانت كل أداة لإدارة المخاطر - التحوط المالي والتشغيلي ، وإختيار عملة الفاتورة، وإستراتيجية مراجعة



الأسعار، يؤثر بشكل خاص على تعرضهم للعملات الأجنبية. نتيجةً لذلك تؤكد الخصائص التالية: أولاً، الشركات التي تعتمد بشكل أكبر على الأسواق الأجنبية لديها تعرض أكبر للنقد الأجنبي. ثانياً، كلما ارتفعت حصة تحرير الفواتير بالدولار الأمريكي، كلما زاد تعرض العملات الأجنبية، ولكن تم تقليله بإستخدام كل من التحوط المالي والتشغيلي. ثالثاً، إن تحرير الفواتير باللين بعد ذاته يقلل من تعرض العملات الأجنبية. تشير هذه النتائج إلى أن الشركات اليابانية تستخدم إستراتيجيات التحوط التشغيلي والمالي وسياسة مراجعة الأسعار اعتماداً على اختيارهم لعملة تحرير الفواتير.

3. دراسة (Mbabazize, Daniel & Ekise, 2014, "عنوان") دور إدارة مخاطر النقد الأجنبي في إدارة أداء الشركات المصدرة في البلدان النامية: دراسة حالة لشركات التصدير في أوغندا، بحث هذه الدراسة دور إدارة مخاطر الصرف الأجنبي (FERM) في إدارة أداء الشركات المصدرة في البلدان النامية معأخذ أوغندا كدراسة حالة. تم إنشاء الإطار المفاهيمي المتعلق بسمات FERM (تقييم مخاطر العملات واستراتيجيات إدارة مخاطر العملات) ومؤشرات الأداء (الربحية ونمو المبيعات). تم إعتماد مقطع عرضي وتصميم بحث وصفي بإستخدام عينة تمثيلية من 51 شركة مصدرة وتم رسم السكان بإستخدام طريقة Krejcie & Morgan, 1970) لإختيار العينة. تم استخدام تقنياتأخذ العينات الطبقية المتناسبة وأخذ العينات العشوائية البسيطة للإختيار من بين شركات التصدير للتصنيع والمعالجة الزراعية. تم استخدام SPSS لتحليل البيانات التي تم عرضها في الجداول والرسوم البيانية. تم إستخدام معامل ارتباط رتبة Spearman لتحديد العلاقة بين FERM وأداء الشركات المصدرة، وتم إستخدام تحليل الانحدار للتنبؤ بالأداء المالي للشركات المصدرة. تشير النتائج إلى مستوى تطبيق معتدل من FERM، وإنخفاض مستوى الأداء المالي وعلاقة إيجابية كبيرة بين FERM وأداء الشركات المصدرة. يوصي الباحث بأن تقوم الشركات المصدرة بإستمرار بتقدير تعرضها لمخاطر الصرف الأجنبي، والتي يمكن أن توجهها نحو إدارة مخاطر العملات المناسبة. ركزت الدراسة على إدارة مخاطر الصرف الأجنبي وأداء الشركة المصدرة في أوغندا، يمكن إجراء دراسات مماثلة في رواندا من خلال تحليل الشركات متعددة الجنسيات والقطاع المصرفي.

4. دراسة (Kituku, 2014, "عنوان") تأثير تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على الأداء المالي لشركات المركبات الآلية في كينيا، يلعب سعر الصرف دوراً متزايد الأهمية في صناعة السيارات في كينيا، حيث يؤثر بشكل مباشر على مستوى سعر البيع المحلي والربحية وتخصيص الموارد وقرار الاستثمار في الصناعة. إجتنب التقلب أو التباين في سعر الصرف انتباها الرأي العام خاصة من المستوردين الذين جادلوا بأن الشلن المتعزز يقيد قدرتهم التنافسية، كان الهدف من الدراسة هو تحديد تأثير تقلبات أسعار الصرف على الأداء المالي لشركات السيارات في كينيا. تم جمع البيانات الثانوية من التقرير المالي للشركات. تم إجراء تحليل الانحدار لفترات تحديد تأثير تقلبات أسعار الصرف على الأداء المالي لشركات السيارات في كينيا. غطت الدراسة فترة 10 سنوات من عام 2003 إلى 2012. وكشفت الدراسة عن وجود علاقة سلبية بين التعرض للترجمة بإستخدام المبيعات، والتعرض للترجمة بإستخدام تكلفة المواد الخام، والتعرض للمعاملة بإستخدام الحسابات المستحقة، والتعرض للمعاملة بإستخدام الحسابات مستحقة الدفع، والآلات الإجمالية المعدات والتعرض الاقتصادي والأداء المالي الثابت، هذا مؤشر على أن تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية تؤثر سلباً على الأداء المالي لشركات السيارات في كينيا. من النتائج والإستنتاج توصي الدراسة بأن الشركات الأجنبية تؤثر سلباً على الأداء المالي لشركات السيارات في كينيا. من النتائج والإستنتاج توصي الدراسة بأن الشركات في صناعة السيارات يجب أن تطبق تقنيات التحوط المختلفة الأكثر فعالية من أجل الحد من المخاطر من تقلبات أسعار الصرف.

(الجانب النظري)

أولاً: مفهوم سعر الصرف The concept of exchange rate

عرف (Stephen, 1996, 471) سعر الصرف على أنه سعر عملة دولة معبر عنها بعملات دول أخرى، وكذلك عرفه (زنقبة، 2016 ، 34) "هو سعر وحدة نقدية للدولة معبر عنها بوحدة نقدية لدول أخرى". وقد عرفه (النحال, 2016, 28) عدد الوحدات النقدية من العملة المحلية الواجب دفعها من أجل الحصول على وحدة واحدة من العملات الأجنبية. وتم تعريفه من قبل (العامري, 2013 , 782) بأن سعر الصرف عبارة عن حلقة وصل العملات المحلية بالعملات الأجنبية وبالعكس، مما يؤدي إلى امكانية المقارنة بسهولة بين التكاليف و الأسعار بين مختلف الدول، وهي بذلك تكون من أبرز الأسس التي تعتمد عليها العلاقات التجارية.

من خلال ذلك يتضح أن سعر الصرف ليس فيه جدل من حيث المفهوم، حيث أن أغلب الكتاب و الباحثين تتوافق آرائهم على أنه سعر عملة بلد معين معبر عنها بعملة بلد آخر، إلا أن أغلب التعريف السابقة لسعر الصرف تدل على أن عمليات تبادل عملات تتم نقداً، لكن في الواقع هناك عدد كبير جداً من تبادل العملات لا يتم نقداً، وهذا يقودنا إلى التمييز بين مفهوم سعر الصرف



على أساس أسواق الصرف وهي سوق الصرف الآني (الحاضر) وسوق الصرف الأجل (المستقبل)، وأبرز مثال على ذلك هو أسواق النفط حيث أن عمليات بيع النفط تكون في الحاضر، ولكن التسليم يكون في المستقبل قد يكون بعد (يوم، أسبوع أو شهر.....الخ) (سليمان, 2004, 19)، الذي عرف (Roos, at.al, 2013, 88) " هو معدل الصرف الذي يؤمن للتسليم المستقبلي".

ثانياً: محددات سعر الصرف الأجنبي. *Determinants of foreign exchange rate.*

تعد محددات سعر الصرف من أبرز المتغيرات التي تعمل على عدم إستقرار أسعار الصرف الأجنبي التي تؤدي إلى القيمة أو الإرتفاع في أسعار الصرف الذي يؤدي بدوره إلى إلحاق الضرر بالأطراف المتعاملة في سوق الصرف الأجنبي. إن التطرق لمحددات سعر الصرف يؤدي بنا إلى السؤال الآتي؟ ماهي العوامل التي تسبب في تغير سعر الصرف؟ حيث أن العامل الرئيسي هو التغيرات في جانب العرض والطلب على العملات الأجنبية في سوق الصرف الأجنبي، فهناك العديد من العوامل المؤثرة في سعر الصرف ويمكن لنا التطرق إلى أبرز تلك العوامل (الجبوري, 2015, 56) :

- العوامل النقدية وتضم (معدل التضخم، سعر الفائدة، عرض النقد ومستويات الدخل النسبي).
- العوامل المالية وتضم (النفقات العامة، الإيرادات العامة وعجز الميزانية الحكومية) ..

العوامل الأخرى المؤثرة في سعر الصرف : *Other factors affecting the exchange :*

بالإضافة إلى العوامل المالية والنقدية هناك عوامل أخرى تؤثر بعملية الصرف، حيث يختلف تأثير هذه العوامل من بلد إلى آخر (Madura, 2010, 100) و (Rashid & Saeda, 2013) .

الحروب والإضطرابات: تلعب الحروب والإضطرابات دوراً كبيراً في التأثير على أسعار الصرف، يأتي هذا من خلال تأثيرها على الوضع الاقتصادي للبلد بشكل عام وسعر الصرف بشكل خاص، حيث أن أساس التعامل بالعملة يقوم على أساس النقمة، وفي حال حدوث هذه الأوضاع وحالات وحروب فإنه يؤدي إلى إنعدام النقمة، وبالتالي سوف يكون له تأثير سلبي على سعر الصرف.

الإشعارات والأخبار: يكون لسعر الصرف درجة إستجابة فورية للإشعارات والأخبار، بسبب حساسية هذا العمل بغض النظر إذا كانت الإشعارات صحيحة أو غير صحيحة، حيث يكون لها دور في التأثير على سعر الصرف.

الاستقرار السياسي والأمني: بالتأكيد للإستقرار السياسي والأمني آثار إيجابية في قيمة العملة المحلية.

الضوابط الحكومية: يمكن لحكومات الدول الأجنبية التأثير على سعر الصرف من خلال أولاً فرض حواجز على الصرف الأجنبي؛ ثانياً فرض حواجز التجارة الخارجية؛ ثالثاً التدخل (شراء وبيع العملات) في أسواق العملات الأجنبية؛ رابعاً التأثير على المتغيرات الكلية مثل التضخم وأسعار الفائدة ومستويات الدخل.

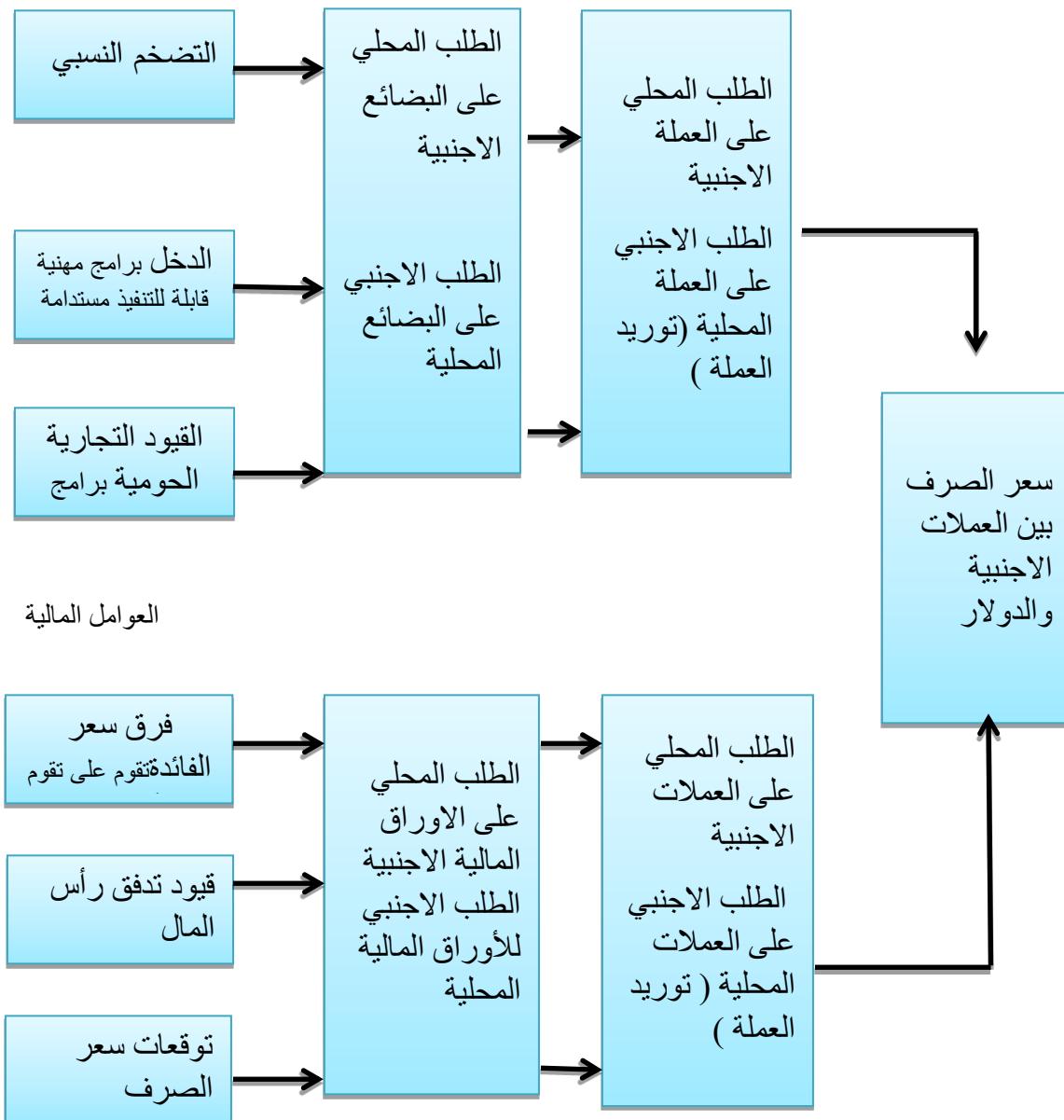
التوقعات: تؤثر التوقعات على أسعار الصرف وهي توقعات السوق لأسعار الصرف المستقبلية. مثل أسواق المال الأخرى، فإن أسواق العملات الأجنبية تتفاعل مع أي أخبار والتي قد تكون موجودة ولها تأثير في المستقبل. فقد تتسرب الأخبار حدوث زيادة محتملة في التضخم في الولايات المتحدة في بيع تجار العملة للدولار، لأنهم يتوقعون حدوث إنخفاض مستقبلي في قيمة الدولار.

هذا الرد يضع ضغط هبوطي فوري على الدولار.

1. كما أدرج Jeff Madura بعض العوامل المؤثرة في سعر الصرف، التي يمكن تلخيصها كما مبين بالشكل التالي:



الشكل (1)
العوامل المتعلقة بالتجارة



المصدر: الشكل من أعداد الباحث بالإعتماد على (Madure , jeef , 2016 , international financial management, 13th ed , south western, college pubisning, usa,210)

ثالثاً: مخاطر سعر الصرف
Concept of exchange rate risk 1. مفهوم مخاطر سعر الصرف



يعد خطر سعر الصرف من أبرز المخاطر التي تتعرض لها التعاملات الدولية للشركات التي تعمل على نطاق دولي، ولغرض فهم مخاطر سعر الصرف يجب التعرف على الخطر بشكل عام من جانب العلوم المالية والمصرفية، فقد عُرف " هو إحتمال تحقق خسارة أو تتحقق فعلاً أو إحتمال تحقق عائد أو تتحقق فعلاً أقل من العائد المتوقع الحصول عليه، (الجميل، 2003, 25)، مما تقدم يتبيّن أن الخطر يعني بالمستقبل والمستقبل مجهول فإذا وقع الخطر تمثلت خساره فعلية وإن لم يقع فهذا يعني توفير فرص لتحقيق مزيد من العائد.

أما خطر سعر الصرف فيعرف على أنه عدم التأكّد من عوائد الموجودات نتيجة التغيرات في معدلات الصرف بين سعر صرف العملة المحلية والعملات الأجنبية (العامري,2010,210)، وقد عرّفه (الجميل, 2003 , 27) بأنه "إمكانية الإنخفاض في العوائد أو الزيادة في التكاليف للعمليات الدولية نتيجة التغير في معدلات الصرف الاجنبي". كما عُرف بأنه "هو التعرض لخسارة من خلال إحتمالية التعرض لأحداث غير مرغوب فيها".

2. أنواع مخاطر سعر الصرف **Types of exchange rate risk**

تتعرّض أسعار الصرف لأنواع مختلّفة من المخاطر المالية، وصنفها الكُتاب والباحثين كلاً حسب الرؤيّة التي تناولها، فتجد من صنفها على أساس آثار إنعكاسها وتمثلت بالآتي:

أ. التعرّض للمعاملة **Exposure to the transaction**

ولعل الطريقة الأكثر وضوحاً التي تتعرّض بها معظم الشركات متعددة الجنسيات لمخاطر أسعار الصرف هي من خلال المعاملات التعاقدية التي يتم تحريرها بها بالعملات الأجنبية. يشار إلى حساسية المعاملات التعاقدية للشركة بالعملات الأجنبية في تحركات أسعار الصرف على أنها التعرّض للمعاملة. إن قلق الشركات متعددة الجنسيات و التي مقرّها الولايات المتحدة مثلاً حول التعرّض للمعاملات هو أن أي عمليات ستحتاج إليها في المستقبل لتغطية المعاملات الدولية يمكن أن ترتفع في الوقت الذي تحصل عليها، في حين أن أي عمليات ستختلفها في المستقبل يمكن أن تختفي بحلول الوقت الذي تختلف فيه تلك العمليات. وإن تحركات سعر الصرف للعمليات التي ستحتاجها أو تحصل عليها الشركة متعددة الجنسيات في المستقبل القريب للمعاملات الدولية قد تؤثّر سلباً على تدفّقاتها النقديّة بالدولار (Cheol,at.al,2014,330) .

وقد بين (سليمان, 2004, 31) أهم مصادر تعرّض الصيغات للمخاطر، وهي من الأسباب التالية:

- شراء وبيع العملات الأجنبية بالآجل.
- إقراض وإقراض الأموال عندما يكون التسديد بالعملات الأجنبية.
- تحقق المطلوبات أو إكتساب الموجودات بالعملات الأجنبية.

ب. التعرّض الاقتصادي **Economic exposure**

يشار إلى الحساسية العامة للتدفّقات النقديّة للشركة على تحركات سعر الصرف على أنها التعرّض الاقتصادي (يشار إليها أحياناً بالتعريض للتشغيل)، وهو مفهوم أوسع من التعرّض للمعاملات. في الواقع يمكن اعتبار التعرّض للمعاملات بمثابة مجموعة فرعية من التعرّض الاقتصادي، ولكن في حين يركّز التعرّض للمعاملات على تأثير تحركات سعر الصرف على المعاملات الدوليّة التعاقدية لشركة متعددة الجنسيات، فإن التعرّض الاقتصادي يشمل جميع الطرق التي يمكن أن تتأثّر بها التدفّقات النقديّة لشركة متعددة الجنسيات بحركات سعر الصرف (Shapiro,2013,60) .

ج. التعرّض للترجمة **Exposure to translation**

تقوم الشركة متعددة بإنشاء بياناتها المالية من خلال دمج جميع البيانات المالية للشركات التابعة الفردية. حيث تقايس البيانات المالية للشركة التابعة عادةً بعملتها المحليّة. وللتوحد يجب ترجمة البيان المالي لكل شركة تابعة إلى عملة الشركة الأم متعددة الجنسيات. ونظراً لاختلاف أسعار الصرف بمرور الوقت، تتأثّر ترجمة البيانات المالية للشركة التابعة إلى عملة مختلفة بحركات سعر الصرف. يُعرف تعرّض البيانات المالية الموحدة للشركة MNC بـ تقلبات أسعار الصرف باسم التعرّض للترجمة. وعلى وجه الخصوص تخضع الأرباح الفرعية المترجمة إلى عملة الإبلاغ في بيان الدخل الموحد لتقلبات أسعار الصرف (Cheol,at.al, 2014 , 330) .

أولاً: مفهوم الأداء المالي **Concept of financial performance**

بعد الأداء المالي من أكثر الجوانب التي تناولها الكُتاب والباحثون في مجال العلوم الإدارية والمالية تحديداً، وهو مقترن بتمييز و فصل الجيد عن العمل السيء، و السبب لأن مخرجات هذا الأداء قد تكون ضارة بأرباح الشركات أو قد تكون عامل أساسى لإستمراريتها و بقائها (اسباقه,2011,71) وقد بين (شعير وآخرون,2017,207) أن هناك جدل حول إيجاد مفهوم محدد للأداء المالي فتجد أن (Lu & Martin,2016,4) يشير إلى إنها مجموعة من الأساليب المالية التي يمكن من خلالها تحديد نقاط



القوة ودعمها و تلافي نقاط الضعف ومعالجتها, ويرى (الخطيب,2007, 52) إنه عبارة عن رؤية موضوعية لمستوى الأداء من خلال صيغ ملموسة ذات قيمة كمية وعديمة بدلًا من استخدام نماذج تؤكد على حقائق عامة من أجل مستوى الأداء بدقة وفعالية. وبين (Omnamasivaua,at.al,2016,17) أن الأداء المالي يتمثل بالوضع المالي القائم في مؤسسة في وقت أو فترة محددة الأداء المنظمة ككل أو جانب معين من أدائها.

وقد أوضح (صابر ناج,2015,3) أن تقييم الأداء المالي يتم من خلال التحليل المالي الذي عرفه بأنه "العملية التي من خلالها يتم استكشاف مجموعة معينة من المؤشرات، سواء كانت نوعية أو كمية حول مؤسسة أو مشروع معين", ويرى (جاسم, 2018, 402) بأن التحليل المالي عملية إجرائية لنظام المعلومات المحاسبي تهدف إلى تقديم معلومات من واقع القوائم المالية تهدف لمساعدة المستفيدين في إتخاذ قراراتهم الإقتصادية.

سادساً: مقاييس الأداء المالي Measures of financial performance

هناك مؤشرات مالية عديدة إعتمدها المحللون الماليون، منها كفاية رأس المال والسيولة والرفة المالية والملائمة المالية والربحية وغيرها، تعد البيانات المالية المصدر الرئيسي لتلك المؤشرات، والتي يمكن الحصول عليها من التقارير والكشفات المالية، لتصبح بعد ذلك معلومات تساعد المستفيدين منها في إتخاذ قراراتهم (Fatihudin&Mochamad, 2018, 455).

وقد أوضح (Fatihudin&Mochamad,2018,455) أن كيفية قياس الأداء المالي يتم من خلال استخدام البيانات المالية المتمثلة في كل من الميزانية العمومية والدخل والتدفق النقدي والتغيرات في رأس المال، وعادة ما يتم إعداد هذه البيانات في فترات مختلفة قد تكون سنوية أو فصلية. ومع تعقيد العمليات المالية والإدارية أصبحت عملية قياس الأداء المالي لا تكتفى بإستخدام النسب المالية ومؤشراتها المتعددة، بلأخذ بعض الباحثين في إستخدام نماذج مالية متقدمة، معتمدة في ذلك النسب المالية كبيانات لتلك النماذج. **المقاييس الحديثة :Modern standards**

تتمثل المقاييس الحديثة للأداء المالي بالمؤشرات الإقتصادية، حيث تركز على مقدار الإضافة في قيمة الإستثمار، لكونها تعمل على تعظيم القيمة السوقية للشركة من خلال تعظيم قيمة الأسهم، وتشمل على:

- القيمة الإقتصادية المضافة (EVA)

- القيمة الفنية المضافة (CVA)

- القيمة السوقية المضافة (MVA)

- نموذج Tobins Q

- القيمة المضافة لحملة الأسهم (SVA)

- الجانب العملي

أولاً: توصيف النماذج القياسي

يعتمد البحث على الأسلوب الاستباطي، إذ تم الرجوع إلى الأدباء من كتب علمية وأبحاث ودوريات للتعرف على الجهود والدراسات السابقة ذات الصلة. كما تقوم الدراسة بإستخدام الأساليب القياسية الحديثة، حيث أن تطبيق الأساليب القياسية التقليدية على بيانات غير مستقرة إحصائيًا سيؤدي إلى إظهار نتائج غير دقيقة أو زائفة، ونظرًا للأثر بين مخاطر سعر الصرف والأداء المالي للشركات متعددة الجنسيات بالعديد من المتغيرات الاقتصادية التي تشتراك مع بعضها في تفسير ما يحدث من تغيرات وتركيا ومصر عن المدة من 2002-2018، وقد أختيرت تلك الدول المتعددة منها إثناين يمثلان الدول النامية (تركيا - مصر) ولتوافر البيانات الخاصة بالدراسة في الأسواق المالية لدول العينة فقد أستخدمت المعادلات التالية:

اعتماداً على مراجعة النظريات والدراسات السابقة، فيمكن التعبير عن دالة الأداء المالي للشركات على النحو التالي:

المعادلة الأولى: وقد ضمت المتغير المعتمد الأداء المالي (العائد على الموجودات) والمتغيرات المستقلة (العرض للمعاملة بإستخدام حسابات الدفع TEUAAP التعرض للترجمة بإستخدام المواد الخام TEUR، التعرض للمعاملة بإستخدام حسابات القبض TEUAR، التعرض للترجمة بإستخدام المبيعات TEUS، التعرض الاقتصادي بإستخدام حجم الشركة EEUFS، التعرض التشغيلي بإستخدام الآلات والمعدات QEUME

المعادلة الثانية: وقد ضمت المتغير المعتمد الأداء المالي مقاس بإستخدام نموذج Tobin's Q والمتغيرات المستقلة (العرض للمعاملة بإستخدام حسابات الدفع TEUAAP، التعرض للترجمة بإستخدام المواد الخام TEUR، التعرض للمعاملة بإستخدام حسابات القبض TEUAR، التعرض للترجمة بإستخدام المبيعات TEUS، التعرض الاقتصادي بإستخدام حجم الشركة EEUFS، التعرض التشغيلي بإستخدام الآلات والمعدات QEUME.

وأخذت صيغة الدالة الشكل التالي :



$Y_i = f(X_1, X_2, X_3, X_4, X_5, X_6)$

حيث أن Y_i تمثل المتغيرات التابعة للنموذج و عددها متغيرين هما الأداء المالي وفق العائد على الموجودات، والأداء المالي باستخدام نموذج Tobin's Q.

$X_1, X_2, X_3, X_4, X_5, X_6$: تمثل المتغيرات التوضيحية للنموذج و عددها ستة متغيرات.

وبتحويل العلاقة الدالية إلى شكلها القياسي وباستخدام الصيغة الخطية يمكن الوصول إلى ما يأتي:

$$Y_1 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + U_i$$

$$Y_2 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + U_i$$

حيث يمثل U_i المتغير العشوائي (random variable) الذي يوضح عن تأثير المتغيرات غير المضمنة للنموذج.

و فيما يلي عرض للمتغيرات المعتمدة والمستقلة في نموذج الدراسة.

مفاهيم المتغيرات المعتمدة :

1. الأداء المالي باستخدام العائد على الموجودات

يشير المتغير المعتمد (الأداء المالي) الوارد في المعادلة الأولى، إلى العلاقات ونتائج تتعلق بربحية الشركة وكفاءتها ومقدرتها على تنفيذ خططها، والوفاء بالتزاماتها وتقديم السياسات المالية وتوفير الأسس المناسبة لاتخاذ القرار الاستثماري، بناءً على ذلك سيتم إعتماد العائد على الموجودات الذي يعتبر أحد مؤشرات الربحية (النسبة المئوية) في تمثيل الأداء المالي من خلال قسمة صافي الربح على مجموع الموجودات (العامري ، 2013 : 190).

2. الأداء المالي المقاس باستخدام نموذج Tobin's Q

ويقصد نسبة القيمة السوقية للشركة إلى إجمالي قيمة أصولها. تستند نسبة Q إلى (James Tobin)، الذي اقترح أن يكون للشركة ذات الأسعار المعقولة سعر مساوٍ لإجمالي قيمة موجوداتها. وبالتالي عندما تكون نسبة Q أقل من واحد فهذا يعني أن القيمة السوقية للشركة أقل من إجمالي قيمة الأصول، مما يشير إلى أنها مقومة بأقل من قيمتها. وبالمثل عندما تكون أكثر من واحد فهذا يشير إلى أن القيمة السوقية أعلى من إجمالي قيمة الأصول، وأن الشركة قد تكون مبالغًا فيها. وتم استخدام مقياس Tobin's Q كمقياس لقيمة الشركة لسبب ميزة هذا المؤشر الذي يشير إلى القيمة الحالية والأرباح المستقبلية المحتملة للشركة، وتحسب كالتالي: (AL- Nsour & AL- Muhtadi, 2019: 75-76)

$$\frac{\text{القيمة السوقية للسهم العادي} + \text{القيمة الدفترية لاجمالي المطلوبات}}{\text{اجمالي الموجودات}} = \text{Tobin's Q}$$

مفاهيم المتغيرات المستقلة

1. التعرض للترجمة باستخدام المبيعات TEUS

تعد المبيعات أحد المتغيرات المستقلة في المعادلتين، وللتعبير عنه وقياس تأثيره على الأداء المالي، أي تأثير تقلب الدولار على مبيعات الشركة بسبب تحويل بيان الدخل بالعملة الأجنبية، حيث يؤثر حجم المبيعات على فائض التدفق النقدي بشكل مباشر، لأنه أحد عناصر نشاط التشغيل (Were, 2015, 28)

2. التعرض الاقتصادي باستخدام حجم الشركة EEUFS

يبين الرأي المالي المتعلق بمحددات الهيكل المالي أهمية عامل الحجم في تفسير الأداء، ومن ثم تركيبة الهيكل المالي، كما أن عامل الحجم علاقة مباشرة مع كثافة هيكل الموجودات ، التي تعطى الشركات ضمانات أعلى لتغطية الدين، بالإضافة إلى تخفيف مشاكل الوكالة بين المقرضين والمقرضين، ما يسهل استخدام الدين، هو التعرض الاقتصادي (المعروف أيضًا باسم التعرض التشغيلي). وكان يمثلها حجم الشركة. تم قياس ذلك باستخدام Total Assets (Valentin, 2011, 23)

3. التعرض للمعاملة باستخدام حسابات القبض TEUAR

هو تعرض المعاملة المقاسة من خلال حسابات القبض المدينة بالعملة الأجنبية، تعد حسابات القبض أحد المتغيرات المستقلة في المعادلتين، مما يدل على تأثير السياسات المحاسبية المتعلقة بقييم رأس المال العامل على قيمة حسابات القبض بالشركة (شرقاوي، 2018، 69)

4. التعرض للمعاملة باستخدام حسابات الدفع TEUAAP



ويعرف بالعرض قصير الأجل للخطر، حيث تخلق التغيرات (التدبيبات) من يوم لآخر في أسعار الصرف خطر قصير الأجل للشركات العاملة على المستوى العالمي، ويحيط معظم هذه الشركات لديها إتفاقيات تعاقدية لشراء وبيع منتجاتها في المستقبل القريب وبأسعار محددة، عندما يكون التسديد واجب بالعملات الأجنبية، كون الشركة طرف في عقد واجب الأداء بالعملات الأجنبية. وتم حسابه من خلال الحسابات الدائنة المقومة بالعملة الأجنبية (Were, 2015, 28).

5. التعرض للترجمة باستخدام المواد الخام TEUR

تعد المواد الخام أحد المتغيرات المستقلة من خلال قياس تأثيره على فائض التدفق النقدي اعتمد متوسط سعر الشراء سنويًا، حيث يمكن تقسيم الصناعة على أساس المواد الخام، وتم حسابه من خلال تأثير تقلب الدولار على تكلفة المواد الخام بسبب تحويل بيان الدخل بالعملة الأجنبية (Runo, 2013, 34-36).

6. التعرض التشغيلي باستخدام الآلات والمعدات QEUME

يمكن أن تتأثر قيمة التدفقات النقية من العمليات التشغيلية على المدى الطويل، نتيجة للتغيرات غير المتوقعة في الظروف الاقتصادية ومن جهة أخرى تؤثر التغيرات في أسعار الصرف على المدى الطويل أيضاً على التدفقات النقدية الأجنبية للشركات الأجنبية العاملة في اقتصاد معين، وتم حسابه من خلال تأثير تقلب الدولار على إجمالي الآلات والمعدات مقومة بالعملة الأجنبية (Kituku, 2014, 34).

ثانياً : تحليل نموذج الأحادار للدول عينة الدراسة (تركيا، مصر)

1- اختبار استقرارية البيانات

يعد عدم استقرارية البيانات من المشاكل التي تواجه الدراسات القياسية، والتي تؤدي إلى الحصول على نتائج متحيزه وغير واقعية، لذا يعد شرط استقرار السلسل الزمنية ضروريًا في تحليل السلسل، من خلال توظيف طرائق متعددة للكشف عن استقرار السلسل الزمنية. ومن أجل ذلك تم إجراء اختبار Chien-fu Lin و Levin Andrew في اختبار جذر الوحدة في بيانات البولن وذلك من خلال سلسلة أعمال قاموا بها في الأعوام 1992، 1993 و 2002، وكانت إنطلاقتهم مأخوذة مباشرة من اختبارات جذر الوحدة في السلسل الزمنية لـ (Decke Fuller 1979). نرحب بإختبار فيما إذا كان y_t يحتوي جذر الوحدة وذلك لكل وحدة مقطوعية في بيانات البولن. وكما هو الحال في بيانات السلسل الزمنية الفردية، كما مبينة في الجدول أدناه.

الجدول(15-4)

نتائج اختبار (Levin, Lin and Cho) لبيانات السلسل الزمنية/تركيا، مصر

المعنوية	قيمة اختبار Levin ,Lin and Cho	الفرق من الدرجة الثانية		الفرق من الدرجة الأولى		المستوي الصافي	المتغير
		المعنوية	المعنوية	المعنوية	المعنوية		
0	-4.08144	0.0659	-1.50731	0.6052	0.26674	الاداء المالي مقاس بالعائد على الموجودات ROA	
		0	-7.52429	0.3715	-0.32788	الاداء المالي مقاس باستخدام نموذج Tobin's Q	
				0.0028	-2.77539	العرض الاقتصادي باستخدام حجم الشركة EEUFS	
				0.002	-2.87577	العرض التشغيلي باستخدام الآلات و المعدات QEUME	
				0.03212	-2.987	العرض للترجمة باستخدام المواد الخام TEUR	
				0.00132	-3.0234	العرض للمعاملة باستخدام حسابات الدفع TEUAAP	



				0.0008	-3.1456	TEUS التعرض للترجمة باستخدام المبيعات
				0.0011	-3.05576	TEUAR التعرض للمعاملة باستخدام حسابات القبض

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرمجية الجاهزة (Eviews10)

من الجدول السابق يمكننا ملاحظة أن:-

- المتغير الأداء المالي مقاس بالعائد على الموجودات ROA مستقر عندأخذ الفروق من الدرجة الثانية، حيث أن قيمة المعنوية = 0.00 وهي أقل من $\alpha=0.05$.
- المتغير الأداء المالي مقاس باستخدام نموذج Tobin's Q مستقر عندأخذ الفروق من الدرجة الاولى، حيث أن قيمة المعنوية = 0.000 وهي أقل من $\alpha=0.05$ و هي أقل من $\alpha=0.000$.
- المتغير التعرض الاقتصادي باستخدام حجم الشركة EEUFS مستقر عندأخذ الفروق من الدرجة الصفرية، حيث أن قيمة المعنوية = 0.008 وهي أقل من $\alpha=0.05$.
- المتغير التعرض التشغيلي باستخدام الآلات والمعدات QEUME مستقر عندأخذ الفروق من الدرجة الصفرية، حيث أن قيمة المعنوية = 0.002 وهي أقل من $\alpha=0.05$.
- المتغير التعرض للمعاملة باستخدام حسابات الصافي TEUS مستقر عند المستوى الصافي، حيث أن قيمة المعنوية = 0.0008 وهي أقل من $\alpha=0.05$.
- المتغير التعرض للمعاملة باستخدام حسابات القبض TEUAR مستقر عند المستوى الصافي، حيث أن قيمة المعنوية = 0.0011 وهي أقل من $\alpha=0.05$.
- التعرض للترجمة باستخدام مواد الخام مستقر عند المستوى الصافي، حيث أن قيمة المعنوية = 0.032 وهي أقل من 0.05.
- التعرض للمعاملة باستخدام حسابات الدفع مستقر عند المستوى الصافي، حيث أن قيمة المعنوية = 0.0013 وهي أقل من 0.05.
- 2- تحليل الانحدار باستخدام العائد على الموجودات
- لتقيير أثر مخاطر سعر الصرف المتمثلة في كل من التعرض الاقتصادي باستخدام حجم الشركة EEUFS، التعرض التشغيلي باستخدام الآلات و المعدات QEUME، التعرض للترجمة باستخدام المبيعات TEUS - التعرض للمعاملة باستخدام حسابات القبض TEUAR، التعرض للترجمة باستخدام المواد الخام TEUR، التعرض للمعاملة باستخدام حسابات الدفع TEUAAP، في الأداء المالي ROA باستخدام طريقة البيانات الولحية (Balanced Panel Data)، من أجل إجراء الانحدار بالإعتماد على نتائج برنامج Eviews10 إذ قدمت النتائج الآتية:

جدول (16-4)

نتائج تقيير نماذج البانل لمخاطر سعر الصرف في الأداء المالي باستخدام (ROA) (تركيا، مصر)

Sample: 2002-2018		Cross-sections included: 2			Total panel (balanced) observations: 34			
Variable	Pooled Regression Model				Fixed Effects Model			
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.428944	0.805686	9.220644	0	7.272907	1.569317	4.634441	0.0001
EEUFS	-0.2693	0.21665	-1.24299	0.02238	-0.26273	0.227518	-1.15474	0.258
TEUS	-0.311096	0.218401	-1.424429	0.0165	0.337728	0.318657	1.059848	0.2983



TEUS	- 0.037055	0.023897	- 1.550623	0.01318	0.037808	0.025157	1.50288	0.1441
TEUAR	- 0.005781	0.018285	- 0.316172	0.04541	0.006171	0.018902	0.326474	0.7465
R-squared				0.45567				0.233954
Adjusted R-squared				0.327869				0.09716
F-statistic				2.209586				1.710
Prob(F-statistic)				0.0493				0.165

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرمجة الجاهزة (Eviews10)

من الجدول السابق يمكننا ملاحظة ما يلي:-

- بعد أن تم تقدير النموذج بطرق البيانات اللوجية، يتم الآن المفاضلة بين هذه الطرق من أجل الاعتماد على الطريقة الأفضل، ومن أجل الوصول إلى هذا الهدف يتم استخدام اختبار F بهدف المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي وبين نموذج الآثار الثابتة، بهدف اختيار النموذج المناسب لاستخدامه في تقييم الأداء المالي مقاس بالعائد على الموجودات، حيث أظهرت اختبار F أن القيمة الاحصائية غير معنوية، أي أن نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الملائم لتقدير الأداء المالي مقاس بالعائد على الموجودات.
- لا يوجد تأثير لكل من التعرض للمعاملة باستخدام حسابات الدفع، التعرض التشغيلي باستخدام الآلات والمعدات QEUME الأداء المالي المقاس في العائد على الموجودات، بناءً على اختبار t-Statistic ، لذا تم إستبعادها من النموذج، لكون وجودها في النموذج يؤدي إلى تغير في قيمة (R) و (F).
- يوجد تأثير عكسي ذو دلالة إحصائية معنوية لمتغير التعرض الاقتصادي باستخدام حجم الشركة EEUFS على المتغير التابع ROA، حيث قيمة المعنوية= 0.02238 و هي أقل من $\alpha=0.05$.
- يوجد تأثير عكسي ذو دلالة معنوية إحصائية لمتغير التعرض للترجمة باستخدام المبيعات TEUS على المتغير التابع ROA، حيث قيمة المعنوية= 0.0165 و هي أقل من $\alpha=0.05$.
- يوجد تأثير عكسي ذو دلالة إحصائية معنوية لمتغير التعرض للترجمة باستخدام المواد الخام TEUS على المتغير التابع ROA، حيث قيمة المعنوية= 0.01318 و هي أقل من $\alpha=0.05$.
- يوجد تأثير عكسي ذو دلالة إحصائية لمتغير TEUAR التعرض للمعاملة باستخدام حسابات القبض على المتغير التابع ROA، حيث قيمة المعنوية= 0.04541 و هي أقل من $\alpha=0.05$.
- قيمة معامل التحديد= 0.45 حيث أن المتغيرات المستقلة إستطاعت أن تفسر نسبة 45% من الاختلافات الموجودة في المتغير التابع ROA.
- بلغت قيمة F (2.209586) باحتمالية 0.0493 و هي أقل من $\alpha=0.05$ أي أن النموذج جيد تم إختبار ما إذا كانت أخطاء نموذج الانحدار تعاني من مشكلة إرتباط ذاتي (ارتباط الأخطاء ببعضها البعض)، حيث يكون الفرض العددي أن الأخطاء لا تعاني من مشكلة إرتباط ذاتي، بينما الفرض البديل أن البيانات تعاني من مشكلة إرتباط ذاتي، وكما مبينة أدناه.

جدول (17-4)
يوضح اختبار مشاكل أخطاء النموذج باستخدام (ROA)



القرار	المعنوية	احصائية الاختبار	الاختبار
يوجد	0	24.7	Normality
لا يوجد	0.9284	0.008064	Residual Cross-Section Dependence Test

الجدول من إعداد الباحث باستخدام برنامج (Eviews10)

من الجدول السابق يمكننا ملاحظة أن:-

- أخطاء النموذج تتعانى من مشكلة غياب التوزيع الطبيعي، حيث أن قيمة المعنوية = 0.00 و هي أقل من $\alpha=0.05$
- أخطاء النموذج لا تعتمد على بعضها البعض، أي لا يوجد إرتباط بين أخطاء النموذج، حيث أن قيمة المعنوية = 0.9284 و هي أكبر من $\alpha=0.05$

1-2- تحليل التباين لنموذج العائد على الموجودات

أن استخدام ANOVA لاختبار الاختلافات بين وسائل أكثر من مجموعتين ، ويمكن استخدامها في التصنيمات التي تحتوي على أكثر من متغير مستقل. في هذه الدراسة ، تم استخدام ANOVA لاختبار متوسط الفروق بين مخاطر سعر الصرف الأجنبي والأداء المالي للشركات الصناعية متعددة الجنسيات ولاختبار الأهمية عند مستوى ثقة 95٪ وكما مبين أدناه .

الجدول(18-4) نتائج تحليل التباين لكل من (تركيا، مصر) باستخدام العائد على الموجودات

ANOVA ^a						
	Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
	Regression	34.797	4	8.699		
1	Residual	114.174	29	3.937	2.210	.0093 ^b
	Total	148.971	33			

الجدول من إعداد الباحث باستخدام برنامج (Eviews10)

a. Dependent Variable: roa

b. Predictors: (Constant), TEUAR, QEUME, TEUS, EEUFS

من الجدول السابق يمكننا ملاحظة أن:-

قيمة (Sig=0.0093^b) وهي أقل من ($\alpha=0.05$) وبالتالي نرفض الفرض العدmi اي انه يوجد تأثير للمتغير المستقل على المتغير التابع ، أي أن النموذج معنوي.

3- تحليل الانحدار باستخدام Tobin's Q

لتقدير أثر مخاطر سعر الصرف المتمثلة في كل من التعرض الاقتصادي باستخدام حجم الشركة EEUFS، التعرض التشغيلي باستخدام الآلات والمعدات QEUME، التعرض للترجمة باستخدام المبيعات TEUS- التعرض للمعاملة باستخدام حسابات القبض TEUAR، التعرض للترجمة باستخدام المواد الخام TEUR، التعرض للمعاملة باستخدام حسابات الدفع



في الأداء المالي بإستخدام طريقة البيانات اللوحيّة (Balanced Panel Data), من أجل TEUAAP إجراء الانحدار بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews10 إذ قدمت النتائج الآتية:

الجدول (19-4)
يوضح نتائج تقدير نماذج البنل لمخاطر سعر الصرف في الأداء المالي بإستخدام Tobin's Q (مصر, تركيا)

Sample: 2002 2018		Cross-sections included: 2			Total panel (balanced) observations: 34			
Variable	Pooled Regression Model				Fixed Effects Model			
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.9437	4.223837	2.827691	0.0084	6.079538	8.125923	0.748166	0.4606
EEUFS	-0.45494	1.135795	-0.40055	0.6917	-0.20804	1.17809	-0.17659	0.018611
OEUME	-0.58961	1.144974	-0.51495	0.6105	-0.411248	1.650005	-0.249241	0.0328
TEUS	-0.00648	0.12528	-0.05175	0.9591	-0.021818	0.130264	-0.167492	0.048682
TEUAR	-0.02635	0.095859	-0.27483	0.7854	-0.01169	0.097874	-0.11947	0.01290
R-squared					0.096			
Adjusted R-squared					-0.028385			
F-statistic					0.772287			
Prob(F-statistic)					0.552			

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرمجية الجاهزة (Eviews10)

من الجدول السابق يمكننا ملاحظة أن:-

بعد أن تم تقدير النموذج بطرق البيانات اللوحيّة الثلاثة، يتم الآن المفاضلة بين هذه الطرق من أجل الاعتماد على الطريقة الأفضل، ومن أجل الوصول إلى هذا الهدف يتم إستخدام اختبار F بهدف المفاضلة بين نموذج الانحدار التجمعي وبين نموذج الآثار الثابتة، بهدف اختيار النموذج المناسب لإستخدامه في تقدير الأداء المالي مقاس باستخدام نموذج Tobin's Q، حيث أظهرت إختبار F أن القيمة الاحصائية غير معنوية، أي أن نموذج الآثار الثابتة لتقدير الأداء المالي مقاس باستخدام نموذج Tobin's Q.

لا يوجد تأثير لكل من التعرض للمعاملة بإستخدام حسابات الدفع، التعرض التشغيلي بإستخدام الآلات والمعدات QEUME والأداء المالي المقاس بإستخدام نموذج Tobin's Q، بناءً على إختبار t-Statistic، لذا تم إستبعادها من النموذج لكون وجودها في النموذج يؤدي إلى تغير في قيمة (R) و(F).

يوجد تأثير عكسي ذو دلالة معنوية إحصائية لمتغير التعرض الاقتصادي بإستخدام حجم الشركة EEUFS على المتغير التابع Tobin's Q حيث قيمة المعنوية= 0.6917=0.05 و هي أقل من $\alpha=0.05$.



- يوجد تأثير عكسي ذو دلالة معنوية إحصائية لمتغير التعرض التشغيلي بإستخدام الآلات والمعدات QEUME على المتغير التابع $Tobin's\ Q$ حيث قيمة المعنوية $= 0.6105$ وهي أقل من $\alpha=0.05$.
 - يوجد تأثير عكسي ذو دلالة معنوية إحصائية لمتغير التعرض للترجمة بإستخدام المواد الخام TEUS على المتغير التابع $Tobin's\ Q$ ، حيث قيمة المعنوية $= 0.9591$ وهي أقل من $\alpha=0.05$.
 - يوجد تأثير عكسي ذو دلالة معنوية إحصائية لمتغير TEUAR التعرض للمعاملة بإستخدام حسابات القبض على المتغير التابع $Tobin's\ Q$ ، حيث قيمة المعنوية $= 0.7854$ وهي أقل من $\alpha=0.05$.
 - قيمة معامل التحديد $= 0.096$ ، حيث أن المتغيرات المستقلة إستطاعت أن تفسر نسبة 9% من الاختلافات الموجدة في المتغير التابع $Tobin's\ Q$.
 - بلغت قيمة $F(0.772287)$ باحتمالية 0.552 وهي أكبر من $\alpha=0.05$ ، أي أن النموذج غير جيد، تم اختبار ما إذا كانت أخطاء نموذج الانحدار تعاني من مشكلة إرتباط ذاتي (ارتباط الأخطاء ببعضها البعض)، حيث يكون الفرض العدلي أن الأخطاء لا تعاني من مشكلة إرتباط ذاتي، بينما الفرض البديل أن البيانات تعاني من مشكلة إرتباط ذاتي وكما مبين أدناه.
- جدول (20-4) يوضح اختبار مشاكل أخطاء النموذج لانموذج $Tobin's\ Q$

القرار	المعنوية	احصائية الاختبار	الاختبار
يوجد	0	406.6	Normality
لا يوجد	0.9336	0.006937	Residual Cross-Section Dependence Test

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرمجية الجاهزة (Eviews10)

- من الجدول السابق يمكننا ملاحظة أن:-
- أخطاء النموذج تعاني من مشكلة غياب التوزيع الطبيعي، حيث ان قيمة المعنوية $= 0.00$ وهي أقل من $\alpha=0.05$.
 - أخطاء النموذج لا تعتمد على بعضها البعض، أي لا يوجد ارتباط بين أخطاء النموذج، حيث أن قيمة المعنوية $= 0.9336$ وهي أكبر من $\alpha=0.05$.
- تحليل التباين لنموذج $Tobin's\ Q$ -4

إن استخدام ANOVA لإختبار الاختلافات بين وسائل أكثر من مجموعتين، ويمكن استخدامها في التصميمات التي تحتوي على أكثر من متغير مستقل. في هذه الدراسة، تم استخدام ANOVA لاختبار متوسط الفروق بين مخاطر سعر الصرف الأجنبي والأداء المالي للشركات الصناعية متعددة الجنسيات ولاختبار الأهمية عند مستوى ثقة 95٪ وكما مبين أدناه.

الجدول (21-4) نتائج تحليل التباين لكل من (تركيا ، مصر) باستخدام $TobinsQ$

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	334.264	4	83.566	0.772	.0455
	Residual	3137.971	29	108.206		
	Total	3472.235	33			

a. Dependent Variable: TobinsQ1

b. Predictors: (Constant), TEUAR1, OEUME1, TEUS1, EEUFS1



الجدول من ملاحظة السابق يمكننا أن: قيمة (Sig.=0.045) وهي أقل من ($\alpha=0.05$) ، وبالتالي نرفض الفرض العددي، أي أنه يوجد تأثير للمتغير المستقل على المتغير التابع، أي أن النموذج معنوي

(الاستنتاجات والمقررات)

أولاً: الاستنتاجات

1. لا يوجد تأثير لكل من التعرض للمعاملة باستخدام حسابات الدفع، التعرض التشغيلي باستخدام الآلات والمعدات QEUME في الأداء المالي للدول النامية باستخدام العائد على الموجودات وباستخدام نموذج Tobin's Q للدول عينة الدراسة، بناءً على اختبار t-Statistic، لذا تم إستبعادها من النموذج، لكون وجودها في النموذج يؤدي إلى تغير في قيمة (R) و(F).
2. يوجد تأثير عكسي لكل من متغير التعرض الاقتصادي باستخدام حجم الشركة EEUFS، التعرض للترجمة باستخدام المبيعات TEUS، التعرض للترجمة باستخدام المواد الخام TEUAR، التعرض للمعاملة باستخدام حسابات القبض، في النموذجين (العائد على الموجودات، باستخدام نموذج Tobin's Q) لكل من الشركات الصناعية عينة البحث أثبت تحليل التباين في النموذجين الممثلة للدول موضوع البحث على أن هنالك تأثير لمخاطر سعر الصرف في الأداء المالي لكون القيمة أقل من 5%.
3. تشير بيانات الجداول إلى تقدير عينة الدراسة لأبرز مبررات أسعار الصرف بأن سعر الصرف يساعد في الاستفادة والأثر على قدرة الأداء المالي وعلى إستثمار الموارد المادية المتاحة لتحقيق الربحية.
4. الاتفاق بين إستجابات التحليل ومرئياتها مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة من نتائج يثير عدداً من العوامل التي تسهم في تفسير أثر سعر الصرف على الأداء المالي، وأهمها إتساق رؤية عينة الدراسة الدراسة في كل من مبررات ثبات أسعار الصرف في الجزء الأول من العينة الحالية ، وتقبلهم ومرئياتهم في المحور الثاني (تغير أسعار الصرف في الجزء الثاني من العينة الحالية ، مما يؤكد ما ذهبت إليه الدراسة الحالية في بعدها الأول من ضرورة أثر أسعار الصرف على الكفاءة المالية، وحسن الأداء المالي، كما أن المرئيات التي عبرت عنها مفردات هذا البعد تم لمعرفة مدى تقبل المسؤولين في الشركات لتطبيق مراقبة أسعار الصرف، والذي يعتبر عملاً مساعداً في تطبيقها وتسييرها، ومن ثم مواررتها في تحسين كفاءتها.
5. تتمثل مزايا أسعار الصرف في أنها تساعد على تدعيم لا مركزية الإدارة في ظل مفهوم مراكز الربحية، وعكس تكلفة الفرصة البديلة، تقيس تأثير الصفقات التي تتم بين المراكز على أرباح الشركة، توفير البيانات الملائمة لاتخاذ قرارات التصنيع أو الشراء، تتمثل عيوب أسعار الصرف في التأثير على صعوبة المقارنة بين التقارير الخاتمية للشركات من جانب قارئها بصورة صحيحة من سنة لأخرى، تخفيض حصيلة الضرائب نتيجة إستخدام هذه الأسعار في تخفيض الأرباح المحققة.
6. قيام بعض التشريعات وبصفة خاصة في الدول المقدمة، بوضع قواعد خاصة تطبق على الإيرادات والتكليف التي يتم نسبتها إلى الفروع أو الشركات المرتبطة في تعديل الحسابات للشركة المرتبطة وفروعها تجنباً لنقل الأرباح والاستفادة من المزايا الضريبية.
7. أهم العوامل التي تؤثر في تحديد أسعار الصرف بين الشركة الأم وأطرافها المرتبطة بها في ضرائب الدخل، الضرائب الجمركية، التضخم، الضرائب المحتجزة على الأرباح الموزعة، القيود على تحويل العملة للخارج و المشروعات المشتركة.
8. التقلبات الحادة في أسعار الصرف تؤدي إلى زيادة عدم التوقع وإنخفاض الاستثمار في الأجل الطويل وإرباك معدلات التبادل التجاري.
9. ثانياً: التوصيات

1. طبقاً لما تشير إليه المصادر الأساسية في أسعار الصرف عامة وفي كفاءة الأداء التقني والمهني خاصة والمبادئ التي تستند إليها ودورها في سوق العمل وما تحدده من أشكال الأداء وإبداعاته وتطويعه وتطويرة تبرز أهمية أسعار الصرف وأثارها في برامج الأداء المالي وحيث أشارت نتائج الدراسة إلى أن وجود آثار لأسعار الصرف على الأداء المالي، وينتسب بالمرونة والمنافسة الإيجابية، يقترح الباحث إنشاء صندوق يسمى (صندوق إدارة مخاطر أسعار الصرف).



2. بناء قاعدة بيانات متكاملة عن الشركات الصناعية عينة الدراسة والشركات في المنطقة العربية على وجه الخصوص و مجالات عملها والجهات المستفيدة من خدماتها، وذلك للرجوع إليها.
3. الاتصال المباشر بالشركات والمؤسسات والأجهزة الحكومية وتعريفها بصناديق مخاطر أسعار الصرف المقدم.
4. التواصل العالمي في مجال الخبرة المهنية لكل العاملين في مجال أسعار الصرف، بما يتيح جذب المستثمر الأجنبي.
5. تعريف مؤسسات المجتمع المختلفة بالبرامج الخاصة لرفع كفاءة الأداء المالي للشركات، وكيفية الاستفادة من خدمات اسعار الصرف و تطوير خطوط الإنتاج بأسرع يمكن التحطم فيها.
6. من النتائج والاستنتاجات، من الواضح أن تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية تشكل خطراً حقيقياً على ربحية الشركات متعددة الجنسيات. ونتيجة لذلك توصي الدراسة بأن على الشركات العاملة تطوير إطار قوي لإدارة مخاطر صرف العملات الأجنبية يوضح إجراءات تقييم مخاطر العملات، وتنفيذ استراتيجية إدارة مخاطر صرف العملات الأجنبية. يجب مراقبة هذه الاستراتيجيات وتعديلها بانتظام. يجب أن تؤكد الشركة على استخدام استراتيجيات تحويل مخاطر العملات من خلال التحوط والتأمين وتنويع العملات الأجنبية. تتضمن بعض تقييمات التحوط الشائعة، استخدام أسواق العملات المستقبلية والأسواق الآجلة ومقاييس العملات.
7. التأكيد على سياسات أسعار الصرف التي تدعو إلى تحقيق الاستقرار النسبي، والتي تعد أكثر ملاءمة لاقتصاديات الدول قيد البحث، التي لا يحتمل المجتمع فيها تقلبات سعر صرف مفرطة إزاء العملات الرئيسية، والتي تزيد من تكاليف الإنتاج، ولا سيما إذا كان الأخير يعتمد على مدخلات مستوردة، ومن ثم فإن الاستقرار النسبي في أسعار الصرف سيخلق بيئة مواتية لزيادة تدفقات رأس المال الخاص.
8. التركيز على التكلفة الاجتماعية المترتبة على تقلبات أسعار صرف وإنخفاض القيمة الحقيقة لسعر صرف العملة المحلية، إذ تؤثر هذه في حجم الاستهلاك، وكذلك الأدخار والاستثمار وهذا يخوض الطلب الكلي، وأخيراً سينخفض حجم العوائد المتوقع من تحفيض سعر صرف العملة المحلية التي تهدف إلى زيادة القراءة التنافسية للصادرات في السوق الخارجية.
9. تشجيع الشركات نحو التوجه نحو الأرباح المحتجزة لأغراض النمو، ما يحسن الهيكل المالي، ويقلل من الاعتماد على الاقتراض، وكما نعلم أن زيادة الاقتراض يتطلب زيادة السيولة، أي زيادة الاستثمار في الأصول المتداولة، وهذا يعني زيادة الأموال غير المستثمرة.
10. لاحظت الدراسة وجود تفاوت كبير في حجم الشركات الصناعية، لذلك ترى أنه من الضرورة عند إعادة الدراسةأخذ عينة طبقية بناء على الحجم، وذلك من أجل تحسين المعلومات المستندة من العينة.

قائمة المصادر

- النحال , محمد ياسر زيدان , 2016 , اثر تقلبات اسعار الصرف على الاداء المالي للبنوك المدرجة ببورصة فلسطين للاوراق المالية , رسالة ماجستير , غير منشورة , الجامعة الاسلامية , غزة , فلسطين
- العامري , محمد على ابراهيم , 2013 , الادارة المالية المتقدمة , الطبعة الاولى , دار الثراء للنشر والتوزيع , عمان , الاردن.
- شعيعر حاضر هيلام , احمد احمد خضر , محمد محمد فخري, 2017,أثر النظم الخيرية في تحسين الاداء المالي لشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق المالي,2017,المجلد 3 ,العدد 40 ,كلية الادارة والاقتصاد ,جامعة تكريت,العراق .
- شرقاوي، أشرف شوقي. "أثر السياسات المحاسبية لرأس المال العامل على قيمة الشركة: دراسة حالة شركة أبو قير للأسمدة والصناعات الكيماوية." *الفكر المحاسبي: جامعة عين شمس - كلية التجارة - قسم المحاسبة والمراجعة* مج 22, ع 42 (2018): 69-5
- سليمان , فتحي محمد , 2004 , ادارة خطر سعر الصرف للاستثمارات الاجنبية المباشره في الاقطان العربيه , رسالة ماجستير , كلية الادارة والاقتصاد , جامعة الموصل , العراق .
- الخطيب , محمد محمود ,2007,أثر الاداء المالي على عوائد اسهم الشركات الصناعية المساهمة في بورصة عمان ,رسالة ماجستير,جامعة ال البيت ,الاردن
- الجميل , سرمد كوكب , , 2002 , الاستثمار الاجنبي المباشر في الدول العربية و سياقات المنافسة , تنمية الرافدين , العدد 2, المجلد 24 , كلية الادارة و الاقتصاد , جامعة الموصل , العراق



- 8- الجبوري , سوسن كريم هودان , 2015, التحليل الكمي لمزادات العملة الاجنبية و اثرها على سعر الصرف الدينار العراقي (2003 – 2015) باستخدام نموذج كلانجر , مجلة الغري للعلوم الاقتصادية , المجلد 13 , العدد 3 , جامعة الكوفة , العراق ,
- 9- جاسم , سنان رحيم, 2018,تقييم الاداء المالي لكلية الادارة والاقتصاد في جامعة الانبار واثر التزوج على مساهمتها في تطوير المؤسسات التعليمية , العدد 23 ,المجلد 15 ,كلية الادارة والاقتصاد ,جامعة الانبار
- 10- اسپاقة , خالد صالح, 2011, نموذج مقترح للمقارنة بين الاداء المالي لمصرف الجمهورية ومصرف الصحراوي في الجماهير الليبية , اطروحة دكتوراء في المصادر والتأمين ,جامعة دمشق , سوريا .
- 11- زنبلة , عبد الوهاب , 2016 , اثر تغيرات سعر الصرف على الحساب الجاري " دراسة حالة الجزائر للفترة (1990- 2014) , رسالة ماجستير , كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير , الجزائر .
- المصادر الأجنبية**

- 1- Al-Nsour, Osama J. & Al-Muhtadi, Akram, 2019, Capital Structure, Profitability and Firm's Value: Evidence from Jordan, Research Journal of Finance and Accounting, Vol.10, No.20, PP: 73-8
- 2- cheols . eun , bruce g , resnick , 2014 , international financial management , 7th, the mc graw – hill , series . in finance , insurance and real estate , new york
- 3- Fatihudin, Didin, and Mochamad Mochklas. "How Measuring Financial Performance." International Journal of Civil Engineering and Technology (IJCET) 6.9 (2018): 553-557
- 3- Kituku, Benjamin U. The effect of foreign exchange rate fluctuation on the financial performance of motor vehicle firms in Kenya. Diss. University of Nairobi, 2014
- 4- Lu, Wenxiang, and Martin E. Taylor. (2016), "Which factors moderate the relationship between sustainability performance and financial performance? A meta-analysis study." Journal of International Accounting Research 15.1: 1-15
- 5- Madura , jeef , 2010 , international financial manage ment , 10 th ed , south western , college pubisning , usa
- 6- Madure , jeef , 2016 , , international financial management , 13 th ed , south western , college pubisning , usa
- 7- Omnamasivaya, B. and, and M. S. V. Prasad. (2016), "The influence of financial performance on environmental accounting disclosure practices in India: Empirical evidence from BSE." IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices 15.3: 16.
- 8- Stephen A. Roos , 1996 ,Fundamentals of Corporate Finance, 4th .Ed ,Irwin inc ,U.S.A
- 9- Valentin, C. (2011) Determinants of corporate financial performance: Companies listed on Bucharest Stock Exchange trading in securities class I. Unpublished M.Sc. Project, The Bucharest University of Economic Studies
- 10- Were, Simon O. The effect of foreign exchange rate risk management practices on financial performance of multinational corporations in Kenya. Diss. University of Nairobi, 2015