أثر المخاطر المالية على خلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية: دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي باستخدام نماذج البانل

The Effect of Financial Risks on Creating Value in the Economic Institution : A Study of a Sample of Institutions Listed in the Saudi Financial Marketusing the Panel Models

ط.د بن عيشة كريمة*

مخبر المالية والمحاسبة والتأمين بجامعة سوق أهراس، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، الجزائر

k.benaicha@univ-jijel.dz

د. نجار حياة

مخبر اقتصاد المنظمات والتنمية المستدامة جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، الجزائر

haynedjar@yahoo.fr

تاريخ الاستلام: 2020/12/01 تاريخ القبول: 2021/03/12

ملخص:

تهدف هذه الدراسة لاختبار أثر المخاطر المالية على خلق القيمة لعينة مكونة من 30 مؤسسة مدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2014-2018، ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام متغير انحراف صافي الدخل إلى مجموع الأصول للتعبير عن المخاطر المالية والقيمة الاقتصادية المضافة(EVA) للتعبير عن خلق القيمة، أما متغيرات الحجم، فرص النمو والمردودية المالية استخدمت كمتغيرات ضابطة. بإتباع المنهج الوصفي والتحليلي وبالاعتماد على نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (panel data) والاستعانة ببرنامج التحليل R Studio، توصلت الدراسة إلى أن أفضل نموذج لتفسير الظاهرة هو نموذج الآثار الثابتة. كما خلصت إلى وجود أثر سلبي لكل من المخاطر المالية، الحجم وفرص النمو على خلق القيمة في المؤسسات عينة الدراسة، في حين لم يسجل أي أثر للمردودية المالية على خلق القيمة.

الكلمات المفتاحية: مخاطر مالية؛ خلق القيمة؛ قيمة اقتصادية مضافة EVA؛ نموذج آثار ثابتة؛ سوق مالي سعودي.

Abstract :

This study aims to test the impact of financial risks on creating value for a sample of 30 institutions listed on the Saudi financial market between 2014 and 2018. To achieve that, we used the variable of the deviation of net income to total assets to express financial risk and Economic Value Added (EVA) to express value creation. As for, the variables size, growth opportunities and financial return, they have been used as control variables.

By using the descriptive analytical approach and by relying on the models of cross-sectional time-series data, and using R Studio analysis software, this study, has unveiled that the best model for explaining the phenomenon is the fixed effects model. It has also found that financial risks, size and opportunities of growth have negative impact on value creation in the sample institutions. However, this study demonstrates, that there has been no impact of financial cost-effectiveness on value creation.

***Key Words*:** Financial risks ; Value creation ; Economic value added ; Fixed Effects Model ; Saudi Stock Exchange.

JEL Classification: G32 ; D46 ; D53 ; C33.

* مرسل المقال: بن عيشة كريمة (*benaichakarima94@gmail.com*)

المقدمة:

مع زيادة المنافسة وزيادة الوعي بين المستثمرين أصبحت هناك حاجة ملحة لتطوير طرق جديدة ومبتكرة لقياس أداء المؤسسات، حيث كان البحث عن هذه المقاييس هو المحرك الأساسي لما يسمى بمدخل إدارة القيمة Value-Based Management (VBM) وذلك لتحويل التركيز من الأرباح المحاسبية إلى التدفق النقدي. ومن بين المقاييس التي تم تطويرها مؤخرا من قبل شركات استشارية مختلفة لقياس الأداء الحقيقي للمؤسسات نجد القيمة الاقتصادية المضافة EVA.

الإشكالية:

في إطار سعي المؤسسة لبلوغ هدف خلق القيمة وتعظيم ثروة الملاك وتنفيذ أنشطتها التمويلية والاستثمارية، تتأثر قراراتها بمجموعة من العوامل من بينها المخاطر المالية، هذه المخاطر التي تتعلق أساسا بهيكل رأس المال الذي يمزج بين الأموال الخاصة والاستدانة. فعادة ما تفضل المؤسسة اللجوء إلى الاستدانة للاستفادة من خاصية الرفع المالي، إلا أن المبالغة والتوسع في الاعتماد على الأموال المستدانة دون أن تكون هناك كفاءة في استخدامها قد ينعكس سلبا على قيمتها وهذا بزيادة المخاطر الناجمة عن الاستدانة، مما يؤدي إلى رفع تكلفة الأموال ومن ثم يكون هدم للقيمة عوض خلقها. من هذا المنطلق تأتي هذه الدراسة لمحاولة اختبار أثر المخاطر المالية على خلق القيمة لعينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي، وذلك من خلال الإجابة على الإشكالية التالية: **هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0,05 للمخاطر المالية على خلق القيمة بالمؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي للفترة الممتدة 2014-2018؟**

فرضيات الدراسة:

لمحاولة الإجابة على الإشكالية المطروحة تمت صياغة الفرضيات التالية:

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمخاطر المالية معبرا عنها بانحراف صافي الدخل إلى مجموع الأصول على خلق القيمة معبرا عنها بالقيمة الاقتصادية المضافة EVA بالمؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2014 -2018.
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم المؤسسة معبرا عنه باللوغاريتم النبيري لحجم الأصول على خلق القيمة معبرا عنها بالقيمة الاقتصادية المضافة EVA بالمؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2014 - 2018.
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لفرص النمو معبرا عنها بنسبة التدفقات النقدية إلى الأصول الثابتة على خلق القيمة معبرا عنها بالقيمة الاقتصادية المضافة EVA بالمؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2014 -2018.
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمردودية المالية على خلق القيمة معبرا عنها بالقيمة الاقتصادية المضافة EVA بالمؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2014 -2018.

أهداف الدراسة:

الهدف الرئيسي من هذه الدراسة هو فحص أثر المخاطر المالية على خلق القيمة لعينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي، كما نسعى كذلك لتحقيق الأهداف التالية:

- تسليط الضوء على مفهوم خلق القيمة الذي يعتبر أحد المواضيع المعاصرة في أدبيات الإدارة المالية وأحد أهم المؤشرات الحديثة في تقييم أداء المؤسسات؛
- التعرف على مفهوم المخاطر المالية؛
- اختبار طبيعة العلاقة والأثر التي تربط المخاطر المالية بخلق القيمة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي السعودي.

منهج وأدوات الدراسة:

نظرا لطبيعة الدراسة فقد اعتمدنا في الجانب النظري على المنهج الوصفي قصد التعريف بمتغيرات الدراسة. أما الجانب التطبيقي فقد اعتمدنا فيه على المنهج الاحصائي لاختبار الأثر بين المتغيرين، ولتحليل وفحص العلاقة والأثر بين هذه المتغيرات تم استخدام تحليل الارتباط قصد الوقوف على اتجاه وقوة العلاقة بين المتغيرات. كما تم الاعتماد على نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية وبرنامج R Studio لاستخراج نماذج الانحدار وتقدير نموذج الدراسة.

الدراسات السابقة:

-**دراسة (Pandey, 2005)** التي كانت بعنوان:" **What Drives the Shareholder Value?**"

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر الربحية الاقتصادية والنمو على خلق القيمة للمساهمين، لـ 220 مؤسسة ماليزية مدرجة في بورصة Kuala Lumpur للفترة الممتدة من 1994 إلى 2002، تم قياس الربحية الاقتصادية بالفارق بين العائد على الأموال الخاصة وتكلفة الأموال الخاصة المعدلة حسب المخاطر، بينما تم قياس قيمة المساهمين من خلال نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (M / B). باستخدام طريقة الفروق العامة للعزوم (GMM)، أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية قوية بين الربحية الاقتصادية وقيمة المساهمين، بينما يرتبط النمو سلبا بقيمة المساهمين. ومع ذلك، فإن متغير التفاعل بين الربحية والنمو الاقتصادي كان له معامل إيجابي يشير إلى أن النمو المرتبط بالربحية الاقتصادية يؤثر على قيمة المساهمين بشكل إيجابي.كما توصلت الدراسة كذلك لوجود علاقة سلبية بين حجم الشركة وقيمة المساهمين، وعلاقة إيجابية لمخاطر الأعمال والمخاطر المالية وكثافة رأس المال مع قيمة المساهمين.

- **دراسة (بضياف واخرون، 2014)** وهو مقال بعنوان :"**دراسة تأثير المخاطر المالية غير النظامية على الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق المالي السعودي**"

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين المخاطر المالية غير النظامية والأداء المالي لـ 30 مؤسسة مدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2012. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية وذات

دلالة إحصائية قوية بين كل من المخاطر غير النظامية ممثلة بانحراف المردودية والأداء المالي ممثلا بالقيمة الاقتصادية المضافة.

– دراسة (Kumar, 2015) التي كانت بعنوان:" **Determinants of Value Creation An Empirical Examination from UAE Market**"

هدفت الدراسة إلى فحص محددات خلق القيمة لعينة مكونة من 61 مؤسسة مدرجة في السوق المالي لدولة الإمارات العربية المتحدة. وقد توصلت الدراسة إلى أن حجم المؤسسة يرتبط عكسيا مع خلق القيمة. كما توصلت الدراسة إلى أن زيادة الرافعة المالية تزيد من خطر انخفاض قيمة المساهمين، إذ أن زيادة الرافعة المالية تؤدي إلى زيادة العوائد المتوقعة وزيادة المخاطر على المساهمين، وخلصت الدراسة أيضا أن متوسط عوائد السوق لها علاقة عكسية بالأرباح مقابل نسبة السعر ومن المتوقع انخفاض عائدات الأسهم للمؤسسات التي لديها انخفاض القيمة السوقية للأسهم مقارنة بأرباحهم.

– دراسة (Rogiene & al, 2017) وهو مقال بعنوان:" **Risk management and Value creation-new evidence for Brazilian non-Financial companies**"

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين إدارة المخاطر المالية وخلق القيمة للمساهم للمؤسسات البرازيلية غير المالية، شملت الدراسة 1794 مؤسسة خلال الفترة 2006-2014، وتوصلت الدراسة إلى أن استخدام المشتقات لم تضف أي قيمة خلال الفترة محل الدراسة، وفسرت النتيجة على أن معظم المؤسسات تستخدم المشتقات من أجل إدارة التدفق النقدي وليس لخلق القيمة.

– دراسة (قطوفي وبراق، 2020) مقال بعنوان: **"أثر المخاطر المالية على الأداء المالي لشركات التأمين التكافلي السعودية دراسة قياسية (2010–2018)"**

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر المخاطر المالية على الأداء المالي لشركات التأمين التكافلي السعودية، حيث تم أخذ عينة مكونة من 10شركات للفترة الممتدة من 2010 إلى 2018. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة مهمة مشتركة بين كل من متغيرات المخاطر المالية والأداء المالي لشركات التأمين السعودية. إلا أنه يوجد اختلاف على المستوى الفردي، إذ توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين نسبة مخاطر الاكتتاب والسوق مع الأداء المالي ممثلا بالعائد على الأصول. في حين كانت العلاقة ايجابية بين مخاطر السيولة، مخاطر إعادة التأمين، حجم الشركة، مخاطر الملاءة والأداء المالي، بينما لا توجد علاقة بين مخاطر إعادة التأمين والسوق مع العائد على الأصول.

- **أهمية الدراسة الحالية مقارنة بالدراسات السابقة**

تلتقي الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة في كونها تعالج موضوع خلق القيمة بالمؤسسات الذي يعتبر أحد المواضيع المعاصرة في أدبيات الإدارة المالية. أما من حيث أوجه الاختلاف فتكمن في طبيعة المتغيرات المستخدمة حيث تم استخدام انحراف صافي الدخل للتعبير عن المخاطر المالية، كما تم توظيف متغيرات أخرى ضابطة وهي: الحجم، فرص النمو والمردودية وهو ما لم يتم معالجته في الدراسات السابقة.

I. الإطار النظري للدراسة:

1. خلق القيمة:

فرض مفهوم خلق القيمة نفسه كمؤشر عام للأداء، ليصبح عنصرا أساسيا في المؤسسة الاقتصادية وجزء من ثقافتها التسييرية، لدى فقد نال اهتمام الباحثين والمهتمين في هذا المجال ولايزال يعرف تطورات وتحسينات مستمرة خاصة مع التطورات الحاصلة في عالم المال والأعمال.

1.1. مفهوم خلق القيمة:

تعتبر الإدارة القائمة على القيمة (Value-Based Management) إحدى المقاربات الحديثة في مجال التسيير والإدارة التي برزت في منتصف ثمانينيات القرن الماضي على يد (Taggert et al) الذين حاولوا دمج الفرضيات المالية مع الإستراتيجية والفلسفة الاقتصادية للمؤسسات واقترحوا إطار عمل يربط إستراتيجية المؤسسة بقيمتها في سوق رأس المال سماه (Value-Based Management) (Madan, 2013, p. 186)، كما استخدمت أيضا هذه المقاربة بكثرة في أدبيات الفكر الإستراتيجي الذي صار مرتكزا على مفهوم خلق القيمة الذي يولد في نهاية المطاف ميزة تنافسية (Maxime, 2012, p. 31).

بالعودة لمفهوم خلق القيمة تشير الأدبيات إلى أن"Donaldson Brown" هو أول من تطرق لهذا المفهوم عند تقييم أهداف مؤسسة "جنرال موتورز" وذلك في مقال نشره سنة 1924 يقول فيه: "إن هدف التسيير ليس بالضرورة تحقيق مردودية عالية على رأس المال، لكن أكثر من ذلك ضمان أن كل نمو في النشاط يحقق ربح يساوي على الأقل تكلفة رأس المال الإضافي المطلوب"(نايت عطية، 2018، ص. 715)، في حين يرى (Albouy, 2006, p. 141) أن الفكرة الأساسية لخلق القيمة في المؤسسة هي أن يتم خلق قيمة للمساهمين من خلال تحقيق عائد على رأس المال المستثمر يفوق تكلفة مصادر التمويل المختلفة المستخدمة (تكلفة رأس المال)،حيث يتطلب قياس خلق القيمة تحديد كل من "العائد على رأس المال المستثمر" و "تكلفة رأس المال" وكيف يمكن تقديرها.

الواضح من التعريف السابق أن المؤسسة التي تسعى إلى خلق القيمة يجب أن تولد عائدا يزيد عن تكلفة رأس المال على مدار فترة زمنية، أي أن الحديث عن خلق القيمة يكون عندما تولد المؤسسة المزيد من الثروة لمساهميها والتي لايكون بمقدورهم توليدها لأنفسهم.

وعليه يمكن تعريف خلق القيمة على أنها السبيل نحو تحقيق مكاسب إضافية، من خلال تحقيق عوائد مستقبلية تفوق تكلفة الأموال المستثمرة، وفي الحالة المعاكسة يكون هناك هدم للقيمة عوض خلقها.

2.1. القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر لقياس خلق القيمة

يشير (Vernimen & Le fur, 2011, p. 668) أن مؤشرات قياس خلق القيمة تتجدد وتتطور باستمرار، فبعدما كانت ترتكز على الربح في منتصف ثمانينيات القرن الماضي، أصبحت ترتكز أكثر على المردودية حتى منتصف التسعينيات ثم على معيار القيمة منذ نهاية تسعينيات القرن الماضي. في سياق هذا الطرح تم تقديم القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) كأحد المؤشرات المهمة لقياس خلق القيمة بالمؤسسات حيث أجمعت مختلف البحوث

العلمية التي تناولت الموضوع على أن استخدام هذا المعيار من طرف مدراء الإدارة المالية في المؤسسات يسمح بما يلي(الزبيدي، 2004، ص ص. 251-252):

- توضيح التحسن المستمر والحقيقي لثروة الملاك؛
- يستخدم كمؤشر حقيقي ووحيد للأداء المالي والإداري؛
- أن تكون كل القرارات المالية مندمجة ومقيمة بقيمتها الحقيقية.

في سياق متصل يشير (Madan, 2013) أن EVA هو اختصار لـ Economic Value Added وهي علامة تجارية مسجلة لمؤسسة (Stern Stewart et Co) الأمريكية وهو مقياس للأداء المالي يعكس بدقة أكبر الأرباح الحقيقية للمؤسسة، حيث يتم حسابه بعد خصم تكلفة رأس المال والأسهم من الأرباح التشغيلية. كما أن هذا المقياس ما هو إلا نسخة جديدة لمفهوم الدخل المتبقي المتعارف عليه من قبل الاقتصاديين (Madan, 2013, p. 186)، حيث تعتمد القيمة الاقتصادية المضافة على مفهوم الربح المتبقي الذي ينص على أن القيمة يتم إنشاؤها عندما تكون الإيرادات كافية لتغطية تكاليف تشغيل المؤسسة وتكلفة رأس المال، وما لم يكن يغطي تكلفة رأس المال فإنه لا يوجد خلق للقيمة. بعبارة أخرى، تعتمد القيمة الاقتصادية المضافة على مفهوم تكلفة رؤوس الأموال المستثمرة بدل التكلفة الداخلية المتمثلة في مختلف المصاريف المالية الداخلية للمؤسسة المتولدة من استغلال أصولها، وهي تقيس المردودية الاقتصادية للأصول من خلال ربط النتائج بالأموال المستثمرة (ساحري، 2018، ص. 140).

بالعودة لمفهوم القيمة الاقتصادية المضافة يشير (Frédéric, 2000, p. 122) على أنها الربح الاقتصادي الكلي، بمعنى أنها ليست النتيجة المحاسبية الصافية التقليدية ولكنها الفائض الناتج بعد طرح تكلفة الأموال الإجمالية بما فيها تكلفة الأموال الخاصة، وبالتالي القيمة الاقتصادية المضافة تساوي الفرق بين نتيجة الاستغلال بعد الضريبة (NOPAT) والتكلفة الكلية لمبلغ الأموال المستثمرة، وتحسب بالعلاقة التالية (Inès, 2005, p. 6):

القيمة الاقتصادية المضافة = (العائد على رأس المال– التكلفة الوسطية المرجحة) x رأس المال المستثمر

أو:

القيمة الاقتصادية المضافة= صافي الربح التشغيلي– (رأس المال المستثمر × تكلفة رأس المال)

2. المخاطر المالية:

يعتبر الخطر صفة ملازمة لكافة المؤسسات على اختلاف أحجامها ونوع نشاطها، ولعل من أبرز المخاطر التي تواجه المؤسسة في أية بيئة أعمال نجد المخاطر المالية والتي تشكل تحديا لتمويل نشاطها، لدى سنحاول فيما يلي تقديم مفهوم للمخاطر المالية وكذلك طرق قياسها.

1.2. مفهوم المخاطر المالية:

اختلفت وجهات النظر بين الكتاب والباحثين في تقديم مفهوم للمخاطر المالية، ويرجع ذلك لاختلاف زاوية النظر إليها باعتبار أن مفهوم الخطر يحمل في طياته مدلولين، مدلول سلبي يعبر عن تهديد أو خسارة محتملة وبالتالي فإن

هدف المديرين هنا هو العمل على تقليل الخسائر المحتملة من أجل الحفاظ على استقرار المؤسسة، بينما المدلول الإيجابي يرتبط بإمكانية تحقيق نتائج مختلفة عما هو متوقع.

في سياق متصل تشير الأدبيات إلى وجود مفهومين للمخاطر المالية، مفهوم ضيق يقترن بهيكل رأس المال وهو بهذا المنظور يعبر عن الارتفاع في مخاطر الاستغلال بسبب اللجوء المفرط إلى الاستدانة، أي جلب موارد مالية في شكل ديون من شأنه أن يؤثر سلبا على مردودية المؤسسة (بن ساسي، قريشي، 2006، ص. 459). أما المفهوم الواسع فيعبر عن التقلبات في التدفقات النقدية، النتائج المالية وقيمة المؤسسة بسبب تأثير أنواع مختلفة من العوامل مثل: أسعار الفائدة، أسعار الصرف، أسعار السلع والأسهم، وبالتالي وفقا لهذا التعريف فإن المخاطر المالية تعتبر مسؤولة عن التغيرات التي تحدث في البيانات المالية للمؤسسة (Blach, 2010, p. 3).

في هذا الإطار تجدر الإشارة إلى أن دراستنا هذه تتبنى المفهوم الضيق للمخاطر المالية، أو ما يقصد به المخاطر الإضافية التي يتكبدها المساهمون بسبب اللجوء المفرط للاستدانة.

2.2. قياس المخاطر المالية:

باعتبار المخاطر المالية مرتبطة بحالات عدم التأكد، فإن قياسها بشكل دقيق يعتبر من أكثر الصعوبات التي يواجهها الباحثون والمختصون في هذا المجال. ومن أجل تسهيل عمل متخذي القرار تم طرح العديد من المداخل لقياس المخاطر المالية والتي من أبرزها: قياس المخاطر المالية استنادا إلى معامل بيتا، قياس المخاطر استنادا إلى البيانات المستقبلية، وقياس المخاطر المالية استنادا إلى البيانات التاريخية. تعتمد هذه الأخيرة على بيانات مستقاة من التقارير المالية وسجلات المؤسسة، وعليه تكون التدفقات النقدية المعتمدة في الحساب مؤكدة الحدوث، وهنا يتم استخدام الانحراف المعياري الذي يقيس درجة انحراف قيم التدفقات النقدية عن وسطها الحسابي، حيث أن زيادة درجة الانحراف يعني زيادة تشتت التدفقات النقدية عن وسطها الحسابي مما يؤدي إلى ارتفاع درجة المخاطرة. ويعطى الانحراف المعياري بالعلاقة التالية: (حامد، 2009، ص. 133):

$$\delta = \sqrt{\frac{\Sigma(X_i - \bar{X})^2}{N-1}}$$

حيث:

δ: الانحراف المعياري؛

X_i: قيمة التدفق النقدي خلال فترة زمنية؛

$\bar{X}$: الوسط الحسابي للتدفقات النقدية خلال الفترة محل الدراسة؛

N: عدد فترات الدراسة.

إلا أنه في حالة عدم تساوي المتوسطات الحسابية للتدفقات النقدية يفضل استعمال معامل الاختلاف الذي يعبر عن درجة الخطر لكل وحدة من التدفق النقدي، بحيث كلما ارتفعت قيمته دل على ارتفاع مستوى الخطر.

II.منهجية الدراسة:

سيتم التطرق فيما يلي لمجتمع وعينة الدراسة بالإضافة إلى لاستعراض المتغيرات المعتمدة في بناء نموذج الدراسة.

1. عينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي والبالغ عددها201 مؤسسة سنة 2019 (انظر الرابط http://www.argaam.com)، بعد استبعاد المؤسسات المالية (البنوك ومؤسسات التأمين)، قمنا بمراجعة ما تبقى من مؤسسات اقتصادية مدرجة في السوق المالي السعودي في ضوء شرط توفر البيانات الازمة لقياس متغيرات الدراسة خلال 05 سنوات على الأقل، حيث توفرت لدينا عينة ضمت 30 مؤسسة حققت الشرط، الأمر الذي سمح لنا بالحصول على سلسلة زمنية متصلة للفترة 2014-2018، بينما تم استبعاد المؤسسات التي لم تتوفر عليها معلومات مالية كافية للقيام بالدراسة، وقد تم استخراج البيانات يدويا من القوائم المالية المنشورة سنويا لكل مؤسسة على مدار فترة الدراسة المقدرة بـ 5 سنوات، ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد بالاعتماد على بيانات السلاسل الزمنية والمقطعية Panel Data حيث أن هذه الطريقة هي أكثر كفاءة باعتبارها تأخذ بعين الاعتبار عامل الزمن والعوامل الفردية في نفس الوقت لتقدير معادلة الانحدار، كما تم الاعتماد على برنامج التحليل R.Studio لإجراء مختلف الاختبارات وتقدير نموذج الدراسة.

2. متغيرات الدراسة:

يتضمن نموذج الدراسة ثلاثة أنواع من المتغيرات نبرزها فيما يلي:

1.2. المتغير التابع:

يتمثل المتغير التابع للدراسة في خلق القيمة، وهناك عدة مؤشرات لقياس هذا المتغير، وقد تم الاعتماد في هذه الدراسة على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (**EVA**) والذي يحسب من خلال العلاقة:

القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)= (العائد على رأس المال – التكلفة الوسطية المرجحة) x رأس المال المستثمر

وقد تم اعتماد هذا المؤشر في دراسة (طاسين، 2018)

2.2.المتغير المستقل:

يتمثل المتغير المستقل في المخاطر المالية والتي تم قياسها بالاعتماد على العلاقة:

$$\text{المخاطرة المالية}(FR) = \frac{\text{الانحراف المعياري لصافي الدخل}}{\text{مجموع الأصول}}$$

وقد تم اعتماد هذا المؤشر في دراسة (Jong & al, 2007) ودراسة (الزبيدي، سلامة، 2014).

3.2. المتغيرات الضابطة:

هي متغيرات أخرى تضاف إلى النموذج والتي يحتمل أن يكون لها تأثير على خلق القيمة، وقد تم الاعتماد على ثلاث متغيرات بغرض الوصول لأكبر عدد ممكن من المتغيرات المفسرة للتغيرات التي تطرأ على خلق القيمة في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة، والتي تمثلت في:

- **الحجم (SIZE)**: يتم التعبير عن حجم المؤسسة بعدة مقاييس مثل حجم المبيعات، مجموع الأصول، عدد العمال. وسنعتمد في دراستنا على اللوغاريتم النيبيري لإجمالي الأصول والذي تم اعتماده في كل من دراسة (Fakher & al, 2005) و (Nikolaos, 2002).
- **فرص النمو (GROW)**: يمكن التعبير عن فرص النمو المتوقعة للمؤسسة بعدة مؤشرات مثل نسبة النمو في مجموع الأصول، نسبة النمو في المبيعات، نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية للأصول، نسبة التدفقات النقدية إلى الأصول الثابتة، وهذه الأخيرة هي التي سنعتمد عليها في هذه الدراسة والتي تعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة التدفقات النقدية إلى الأصول الثابتة} = \frac{\text{التدفقات النقدية التشغيلية خلال السنة الحالية}}{\text{صافي الأصول الثابتة للسنة السابقة}}$$

وقد تم اعتماد هذا المؤشر في دراسة (سويدان واخرون، 2015)

- **المردودية المالية (RF)**: ويتم حسابها من خلال قسمة النتيجة الصافية على الأموال الخاصة، وقد تم استخدام هذا المؤشر في دراسة كل من (بن الضب، 2009) و (ضيف، 2015)، والتي تعبر عن المردودية التي تعود للمساهمين مقابل أموالهم المستثمرة.

3. نموذج الدراسة:

تهدف الدراسة لاختبار تأثير المخاطر المالية على خلق القيمة في عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة (2014-2018)، بالإضافة لاختبار تأثير بعض العوامل مثل: الحجم، النمو والمردودية في خلق القيمة للمؤسسات الاقتصادية. بتعبير آخر، خلق القيمة بالمؤسسات محل الدراسة هو دالة تابعة لعدد من المحددات والتي تنقسم في هذه الدراسة إلى نوعين: متغير مستقل يتمثل في المخاطر المالية معبرا عنه بانحراف صافي الدخل إلى مجموع الأصول، ومتغيرات ضابطة (حجم المؤسسة، النمو والمردودية المالية). وقد تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد التالي في إطار البيانات الزمنية المقطعية (Panel data):

$$EVA = \alpha_i + \beta_1 FR_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GROW_{it} + \beta_4 RF_{it} + \varepsilon_{it}$$

بحيث:

i: تمثل مجموع المؤسسات المشكلة لعيّنة الدراسة (30 مؤسسة)؛

t: الفترة الزمنية (5 سنوات)؛

α_i: ثابت ويمثل قيمة المتغيّر التابع عندما تكون قيمة جميع المتغيرات المفسرة تساوي 0؛

: معاملات الانحدار للمتغيرات المفسرة؛ $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$

ε_{it}: قيمة الخطأ في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t.

III. نتائج الدراسة:

1. مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة:

يمكن تلخيص أهم نتائج الارتباط بين متغيرات الدراسة في الجدول أدناه:

الجدول01: "مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة"

Correlation	EVA	FR	SIZE	GROW	RF
EVA	**1**				
FR	0.0293	1			
SIZE	0.0739	-0.1038	1		
GROW	-0.0468	-0.0085	0.1483	1	
RF	0.1960	0.0112	0.2277	0.2186	1

المصدر: من اعداد الباحثتين بالاعتماد على مخرجات برنامج R Studio

من خلال الجدول رقم (01) نلاحظ أن مصفوفة الارتباط أظهرت وجود علاقات ارتباط بين متغيرات الدراسة. كما نلاحظ أنه لا توجد مشكلة ارتباط بين المتغيرات محل الدراسة حيث كانت أعلى قيمة **0.227748** (أي تقريبا ما نسبته 22.77%)، وهي نسبة مقبولة تدل على عدم وجود مشكلة ارتباط خطي متعدد (Multicolinarity) بين متغيرات الدراسة.

2. تقدير معلمات نموذج الدراسة :

لقد تم استخدام منهج بيانات السلاسل الزمنية والمقطعية Panel Data من خلال تطبيق ثلاث نماذج هي: نموذج الانحدار التجميعيPooled Regression Model، نموذج الآثار الثابتة Fixed Effects Model ونموذج الآثار العشوائية Random Effects Model، حيث جاءت النتائج كما يلي :

الجدول 02: "تقدير معلمات نموذج الدراسة"

Dependent variable: EVA			
	PRM	FEM	REM
FR p-value	63319974 (0.7064)	-3447904004*** (0.0000)	63319974 (0.7058)
SIZE p-value	262448000 (0.5971)	-44217388220*** (0.0000)	262448000 (0.5963)
GROW p-value	-4129805490 (0.2396)	-6377727829** (0.0157)	-4129805490 (0.2377)
RF p-value	4986694869** (0.0158)	1669618128 (0.1971)	4986694869** (0.0146)
Constant p-value	-1148177791 (0.7890)	385276546187*** (0.0000)	-1148177791 (0.7886)
Observations	150	150	150
R^2	0.0494	0.7017	0.0494
Adjusted R^2	0.0232	0.6169	0.0232
F Statistic	1.8849 p-value: 0.11618	68.23*** p-value: $< 2.22e^{-16}$	7.5396 p-value: 0.10998
Note:	* p<0.1; ** p<0.05; *** p<0.01		

المصدر: من اعداد الباحثتين بالاعتماد على مخرجات برنامج R Studio

(PRM نموذج الانحدار التجميعي، FEM نموذج الآثار الثابتة، REM نموذج الآثار العشوائية)

1.2. اختيار النموذج الملائم للدراسة:

لغرض اختيار النموذج الأمثل للدراسة، سنقوم بالمفاضلة بين نماذج البانل الثلاثة الرئيسية وهي نموذج الانحدار التجميعيPRM، نموذج الآثار الثابتة FEM ونموذج الآثار العشوائية REM.

من أجل المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي PRM ونموذج الآثار الثابتة FEM سنعتمد على اختبار Ficher (F) حيث إذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر أو تساوي قيمة F الجدولية أو إذا كانت قيمة P-Value أقل أو يساوي 0,05 فإن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الأفضل. أما فيما يخص المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي PRM ونموذج الآثار العشوائية REM فسنعتمد على اختبار Breusch –Pagan الذي اقترحه Breusch وPagan سنة 1980 (والذي يعتمد على مضاعف لاغرونج L.M) ، وحسب هذا الاختبار فإنه إذا كانت قيمة L.M المحسوبة أكبر من قيمة كاي تربيع عند درجة حرية واحدة فإننا نرفض الفرضية الصفرية التي تنص على أن

نموذج الانحدار التجميعي هو الأفضل ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الأفضل لتفسير بيانات الدراسة، كما يمكن أيضا رفض الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج الانحدار التجميعي هو الأفضل إذا كانت قيمة P-Value أقل من 0,05 ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الأفضل لتفسير بيانات الدراسة، في حين نستخدم اختبار Hausman من أجل المفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة FEM ونموذج الآثار العشوائية REM حيث تكون فرضية العدم والفرضية البديلة على النحو التالي:

H_0: نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم

H_1: نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم

حيث أنه اذا كانت القيمة الاحتمالية لاختبار Hausman أقل من 0,05 فإننا نقبل الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الأفضل، والجدول الموالي يلخص لنا هذه الاختبارات:

الجدول 03: "المفاضلة بين النماذج PEM، FEM، REM"

الاختبار	الاحصائية				القرار
F-test	**F المحسوبة**	**Df_1**	**Df_2**	**P(Value)**	نموذج الآثار الثابتةFEM أفضل من نموذج الانحدار التجميعيPRM
	13,274	29	116	$2,2^{e-16}$	
Breush – Pagan	**Chisq**	**Df**		**p-value**	نموذج الانحدار التجميعيPRM أفضل من نموذج الآثار العشوائيةREM
	0.79223	1		0.3734	

المصدر: من اعداد الباحثتين بالاعتماد على مخرجات برنامج R Studio

من خلال النتائج الواردة في الجدول03 نلاحظ أن القيمة الاحصائية لاختبار فيشر P(Value) = $2,2^{e-16}$ وهي أقل من 0,05 وعليه فإننا نقبل الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الأفضل لتفسير بيانات الدراسة مقارنة بنموذج الانحدار التجميعي، أما بالنسبة لاختبار Breusch –Pagan فقد بلغت قيمة P-Value=0,3734 وهي أكبر من 0,05 وعليه فإننا نقبل الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج الانحدار التجميعي هو المناسب.

أ. الاختبارات الاحصائية والقياسية للنموذج المختار (الآثار الثابتة): بعد تحديد النموذج المناسب لتفسير بيانات الدراسة وهو نموذج الآثار الثابتة، ننتقل الآن للتحقق من صلاحية النموذج من الناحية الاحصائية والقياسية.

أ.1. اختبار المعنوية الكلية للنموذج: من نتائج الجدول 02 نلاحظ أن العلاقة بين المتغير التابع والمعبر عنه بالقيمة الاقتصادية المضافة(EVA) والمتغيرات المفسرة هي علاقة قوية حيث بلغ معامل التحديد R^2 = 0,70174 أي أن المتغيرات محل الدراسة تفسر ما مقداره 70% من التغيرات التي تحدث في القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات محل الدراسة والباقي تفسره عوامل أخرى، كما أن المعنوية الكلية للنموذج مقبولة حيث بلغت قيمة P(value)= $2,2^{e-16}$ وهي أقل من 0,05.

أ.2. اختبار صلاحية النموذج من الناحية القياسية:

- **اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء** : من أجل التأكد من عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي للأخطاء سنقوم بإجراء اختبار D.W حيث كانت النتائج كما يلي:

الجدول 04: "اختبارD.W"

D W	P(value)
1,9241	0,327

المصدر: من اعداد الباحثتين بالاعتماد على مخرجات برنامج R Studio

من خلال الجدول 04 نلاحظ أن القيمة الإحصائية لـ DW تساوي 1,9241 وهي تقع في المجال[1,704: 2,296] وبالتالي لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

- **اختبار تجانس التباين**: في خطوة أخيرة ومن أجل التأكد من تجانس التباين سنقوم بإجراء اختبار Breusch -Pagan test، حيث نقبل فرضية العدم التي تنص على تجانس تباين الأخطاء العشوائية إذا كانت قيمة P(value) أكبر من 0,05، في حين نقبل الفرضية البديلة أي عدم وجود تجانس إذا كانت قيمة P(value) أقل من 0,05، بعد إجراء الاختبار كانت النتائج كما يلي:

الجدول05: "اختبار تجانس التباين"

BP	Df	p-value
251,82	4	$<2,2^{e-16}$ (0,0000)

المصدر: من اعداد الباحثتين بالاعتماد على مخرجات برنامج R Studio

من خلال نتائج الجدول 05 نلاحظ أن قيمة p-value هي أقل من 0,05 وبالتالي هناك مشكلة عدم تجانس التباين في نموذج الدراسة، ولتصحيح حالة عدم التجانس سنقوم باعتماد اختبار (Robust-Standar Error) حيث تحصلنا على النتائج الموضحة في الجدول الموالي:

الجدول 06:"نموذج الدراسة بعد التصحيح"

	t test of coefficients			
Variable	Coeff	Std-Error	t-statis	P(value)
Fr	$-3.4479e^{+09}$***	$9.9590e^{+08}$	-3.4621	0.0007513
Size	$-4.4217e^{+10}$**	$1.5237e^{+10}$	-2.9020	0.0044378
Grow	$-6.3777e^{+09}$***	$1.4771e^{+09}$	-4.3178	$3.338e^{-05}$
Rf	$1.6696e^{+09}$	$1.0149e^{+09}$	1.6451	0.1026604
Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1				

المصدر: من اعداد الباحثتين بالاعتماد على مخرجات برنامج R Studio

IV. مناقشة النتائج:

على ضوء ما أظهرته نتائج الدراسة القياسية في الجدول أعلاه، سنقوم فيما يلي بمناقشة أهم النتائج المتوصل إليها.

– **بالنسبة للمخاطرة المالية**: تشير نتائج النموذج القياسي الموضحة في الجدول 06 إلى وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للمخاطر المالية معبرا عنها بانحراف صافي الدخل إلى مجموع الأصول، على خلق القيمة المعبر عنها بالقيمة الاقتصادية المضافة، مما يعني أن ارتفاع المخاطرة المالية بوحدة واحدة سيؤدي إلى انخفاض وهدم قيمة المؤسسات محل الدراسة بمقدار($-3.4479e^{+09}$). وهذا راجع إلى أن زيادة المخاطر المالية سيخلق تذبذبا في صافي الدخل المتاح للمساهمين نتيجة استخدام مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة المتمثلة في فوائد القروض ضمن هيكلها المالي، الأمر الذي يهدد قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها كما يهدد الأرباح المتاحة لحملة الأسهم بالانخفاض مما يجعل المستثمرين وأصحاب رؤوس الأموال يطالبون بمعدل عائد أكبر لتعويضهم عن تحملهم مخاطر إضافية، أي أن تكلفة الأموال سترتفع مما يؤدي إلى انخفاض القيمة الاقتصادية المضافة، لتكون النتيجة هدم للقيمة في المؤسسات محل الدراسة. تتوافق هذه النتيجة مع دراسة (بضياف وآخرون، 2014) التي توصلت نتائجها إلى وجود أثر سلبي للمخاطر المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي، في حين تتعارض مع دراسة كل من (Pandey, 2005) و (Kumar, 2015) اللذان توصلا إلى أن المخاطر المالية ترتبط إيجابا بالرافعة المالية، حيث أن زيادة المخاطر المالية سيؤدي إلى زيادة الرافعة المالية وهو الأمر الذي سيساهم في ارتفاع العوائد المتوقعة ومن تم يكون هناك خلق للقيمة.

– **بالنسبة لحجم المؤسسة**: تشير النتائج المتحصل عليها في النموذج القياسي والموضحة في الجدول 06 إلى وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لحجم المؤسسة المعبر عنه بإجمالي الأصول، على خلق القيمة معبرا عنها بالقيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، ما يعني أن زيادة حجم الأصول بوحدة واحدة يؤدي إلى هدم قيمة المؤسسات محل الدراسة بـ($-4.4217e^{+10}$). وذلك يعود إلى أن زيادة حجم أصول المؤسسات السعودية محل الدراسة وبالتالي زيادة حجم استثماراتها دفعها إلى الاعتماد أكثر على الاستدانة كبديل تمويلي مناسب، باعتبار أن زيادة الحجم يتيح للمؤسسات تسهيلات جلب مصادر تمويلية نظرا لارتفاع فرص الوفاء بالديون، هذا ما أدى بالنتيجة إلى ارتفاع المخاطر المالية التي كان لها تأثير سلبي على خلق القيمة بالمؤسسات محل الدراسة، إذ تتحمل هذه الأخيرة تكاليف إضافية دون أن يقابلها عائد يغطي هذه التكاليف مما يتسبب في هدم قيمتها، هذه النتيجة تتوافق مع النتائج المتوصل إليها في كل من دراسة (Pandey, 2005) ودراسة (Kumar, 2015) اللذان توصلا إلى وجود علاقة سلبية بين الحجم وخلق القيمة.

– **بالنسبة لفرص النمو**: تشير النتائج المتحصل عليها في النموذج القياسي والموضحة في الجدول 06 إلى وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لفرص النمو معبرا عنها بنسبة التدفقات النقدية إلى الأصول الثابتة، على خلق القيمة المعبر عنها بالقيمة الاقتصادية المضافة مما يعني أن ارتفاع فرص النمو بوحدة واحدة سيؤدي إلى هدم قيمة المؤسسات محل الدراسة بمقدار ($-6.3777e^{+09}$). هذا يعود إلى عدم قدرة المؤسسات محل الدراسة على التحكم في مصاريفها

المالية، حيث أن زيادة فرص النمو تعني زيادة التدفقات النقدية بالنسبة لصافي الأصول الثابتة المستثمرة مما يشجع المؤسسات على اللجوء أكثر إلى الديون نظرا لزيادة قدرتها على سداد هذه الأخيرة من خلال تدفقاتها النقدية التشغيلية. إلا أن اعتماد المؤسسات محل الدراسة على الديون ضمن هيكلها المالي أدى إلى زيادة المخاطر المالية مما تسبب في ارتفاع تكلفة الأموال، وبالتالي انخفاض القيمة الاقتصادية المضافة وهدم القيمة في تلك المؤسسات. تتوافق هذه النتيجة مع دراسة (Pandey, 2005)، في حين تتعارض مع النتيجة التي توصل إليها (Varaiya, 1987) التي أشارت نتائجها إلى وجود علاقة إيجابية بين فرص النمو وخلق القيمة.

–بالنسبة للمردودية المالية: تشير النتائج المتحصل عليها في النموذج القياسي والموضحة في الجدول 06 إلى عدم وجود أثر للمردودية المالية على خلق القيمة، بمعنى أن التغير في المردودية المالية سواء بالارتفاع أو الانخفاض لا يؤثر على خلق القيمة في المؤسسات محل الدراسة، وهذا ما يتناقض مع دراسة كل من (نايت عطية، 2018) (Pandey, 2005). فارتفاع معدل مردودية الأموال الخاصة يدل على ارتفاع الربح الصافي وتحقيق أرباح إضافية لأصحاب رؤوس الأموال مما ينعكس إيجابا على خلق قيمة إضافية لهم. لكن نتائج دراستنا تتوافق مع ما توصلت إليه دراسة (ضيف، 2015) التي أظهرت نتائجها أن خلق القيمة بالمؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي لا يتأثر بالمردودية المالية.

الخاتمة:

حاولت الدراسة تحليل العوامل التي من شأنها تفسير خلق القيمة للمؤسسة التي تعتبر الهدف الأساسي الذي تسعى إليه كل الأطراف الفاعلة فيها، حيث تم التركيز في هذه الدراسة على قياس أثر المخاطر المالية باعتبارها أحد أهم تلك العوامل المؤثرة على خلق القيمة في المؤسسة من خلال دراسة قياسية شملت 30 مؤسسة مدرجة في السوق المالي السعودي للفترة (2014-2018)، واعتمادا على البيانات الزمنية والمقطعية، ومن خلال نتائج التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- بينت النتائج أن المتغيرات المعتمدة في الدراسة والمتمثلة في المخاطرة المالية، الحجم، فرص النمو والمردودية المالية لها قدرة تفسيرية جيدة لخلق القيمة في المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي، حيث بلغ معامل R^2=0.7017، مما يعني أن المتغيرات المعتمدة في الدراسة تفسر 70% من التغيرات الحاصلة في خلق القيمة، أما 30% فتعود إلى متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج مما يتطلب البحث عنها؛
- أوضحت النتائج وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للمخاطر المالية معبرا عنها بانحراف صافي الدخل إلى مجموع الأصول على خلق القيمة للمؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي، أي كلما ارتفعت المخاطر المالية انخفضت القيمة الاقتصادية المضافة بالمؤسسات وهذا راجع إلى ارتفاع تكلفة الأموال الناتجة عن ارتفاع معدل العائد المطلوب من طرف أصحاب رؤوس الأموال كتعويض لتحملهم هذه المخاطر؛

- بينت النتائج كذلك وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لحجم المؤسسة معبرا عنه باللوغاريتم النبيري لحجم الأصول على خلق القيمة معبرا عنها بالقيمة الاقتصادية المضافة في المؤسسات محل الدراسة، وبالتالي فإن المؤسسات عينة الدراسة تعاني من عدم الاستخدام الكفء لأصولها في خلق القيمة، إذ أن زيادة حجم الأصول أتاح للمؤسسات فرص جلب مصادر تمويلية عن طريق الاستدانة، هذه الأخيرة تسببت في رفع المخاطر المالية التي كان لها تأثير سلبي على خلق القيمة؛
- بينت نتائج الدراسة وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لفرص النمو معبرا عنها بنسبة التدفقات النقدية إلى الأصول الثابتة على خلق القيمة المعبر عنها بالقيمة الاقتصادية المضافة. هذه النتيجة تعبر عن عدم فعالية المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي في استغلال فرص النمو المتاحة أمامها لخلق القيمة، حيث أن زيادة نسبة التدفقات النقدية إلى الأصول الثابتة للمؤسسات المدروسة منحها الثقة في الاعتماد على الديون الخارجية، الأمر الذي تسبب في ارتفاع تكلفة الأموال نتيجة زيادة المخاطر المتعلقة بزيادة الديون ضمن هيكلها المالي وبالتالي انخفاض القيمة الاقتصادية المضافة وهدم القيمة للمؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي؛
- أخيرا، بينت النتائج عدم وجود أثر للمردودية المالية على خلق القيمة بالمؤسسات محل الدراسة، وعليه فإن التغيرات التي تحدث في المردودية المالية ليس لها أثر في تفسير التغيرات التي تحدث في خلق القيمة للمؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي.

و من خلال النتائج المتوصل إليها يمكن تقديم التوصيات التالية:

– يجب على المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي عدم الإفراط في استخدام الديون ضمن هيكلها المالي حتى لا تقع في حالة عدم القدرة على تسديد ديونها وارتفاع مخاطرها المالية، والعمل على تفادي الأثر السلبي لهذه المخاطر على هدف خلق القيمة؛

– على مسيري المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي الاهتمام أكثر بآليات وطرق التنبؤ بالمخاطر المالية وكيفية إدارتها؛

– محاولة إجراء دراسات أخرى تبحث في العوامل المؤثرة على خلق القيمة للمؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي؛

– إجراء دراسات أخرى في نفس السياق لكن بالاعتماد على المؤشرات الحديثة الأخرى مثل القيمة السوقية المضافة والعائد الإجمالي للمساهم.

قائمة المراجع:

- بضياف. عبد الباقي، بن ساسي إلياس، سويسي هواري، (2014)، دراسة تأثير المخاطر المالية غير النظامية على الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق المالي السعودي، مجلة الباحث، العدد 14.
- بن الضب. علي، (2009)، دارسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006- 2008، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر.
- بن ساسي. إلياس ، قريشي. يوسف، (2006)، التسيير المالي: الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان.
- حامد. سليم فايز، (2009)، الإدارة المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن.
- الزبيدي. محمود حمزة، (2004)، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان.
- الزبيدي. حمزة، سلامة حسين، (2014)، اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال دراسة تحليلية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية 2003-2007، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والادارة، المجلد 28، العدد01.
- ساحري اليزيد، (2018)، إدارة التكلفة من منظور إستراتيجي كمنهج متكامل لتحسين الأداء المالي: دراسة حالة بعض المؤسسات، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر.
- سويدان سعيد ميشيل ، ديما وليد حنا الربضي، طارق محمد، (2015)، أثر الفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، المجلة العربية للإدارة، المجلد 35، العدد01.
- ضيف.ياسين، (2015)، تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2009-2012، رسالة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص: مالية كمية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر.
- طاسين .عائشة، (2018)، دور الحوكمة المؤسسية في خلق القيمة في المؤسسة: دراسة عينة من المؤسسات، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر.
- قطوفي. ياسين، براق. محمد، (2020)، أثر المخاطر المالية على الأداء المالي لشركات التأمين التكافلي السعودية دراسة قياسية (2010-2018)، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 11، العدد 02.
- نايت .عطية مريم، (2018)، محددات عملية خلق القيمة على مستوى المؤسسات الصناعية الجزائرية وفقا لفرع نشاطها الصناعي: دراسة تطبيقية للفترة 2011-2014، مجلة البحوث الإقتصادية والمالية، المجلد 04، العدد 01.

- Albouy. M, (2006), Théorie, Applications et limites de la mesure De La création De Valeur. Revue française de gestion, 1(160),pp: 139-157.
- Blach. J, (2010), Financial risk identification based on the balance sheet information. mezinárodni konference rizeni a modelováni financnich rizik VSB-TU Ostrava, pp: 1-11 Retrieved from,https:// www.researchgate.net/ profile/Joanna_Blach/ publication/ 270957084.
- Fakher. B, Iynn. H, & Kenbata. B, (2005), Determinants of capital structure Evidence fromLibya, Retrieved from : www.researchgate.net/publication/238498700
- Frédéric. L, (2000), La création de valeur comme rhétorique et comme Dependent variable: EVA pratique, CNRS-CEPRE MAP, paris, France.
- Kumar. B. R, (2015), Determinants of value creation: An empirical examination from UAE market, international journal of economics and financial issues, 5(1), pp:75-85.
- Madan. L. B, (2013), Economic value added and shareholders' wealth creation: Evidence from a developing country, international journal of finance and accounting, 4(2), pp:185-198 .
- Maxime. L, (2012), Création de valeur de l'entreprise par l'application de la gestion du cycle de vie pour la mise en oeuvre du développement durable, centre universitaire en environnement, Québec, Canada .
- Nès. Z, (2005), L'impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise mesurée par la valeur économique ajoutée (EVA), Retrieved from HAL Id: https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00581297 .
- Nikolaos. E, (2002), Profit margin and capital structure an empirical relationship. Journal of applied business research, 18(2).pp:85-88 .
- ong, A. d., Rezau, K., & Nguyen, T. T. (2007). capital structure around the World: the roles of firmand, zurich: erasmus research institute of management .pp: 1-41 file:///C:/Users/HP/Downloads/ERS-2007-058-F&A.pd .
- Pandey. I. M, (2005), What drives shareholder value? asian academy of management journal of accounting and finance, 1, pp :105-120 .
- Rogiene. S, Fabiano. G. L, Rafael. C, Rodrigo. B. d, (2017), Risk management and value creation: new evidence for brazilian non-financial companies, journel of applied economics, 49,pp: 5815-5827 .
- Varaiya. N, Roger. A, Kerin & Weeks. D, (1987),The Relationship between growth, profitability, and firm value, strategic management journal, 8(5),pp: 487-497.
- Vernimen. P. Q, & Le fur, Y, (2011), Finance d'entreprise, (éd. 9), Dalloz, Paris.

الملاحق

الملحق 01: "نتائج تقدير معلمات نموذج الدراسة"

	PRM	FRM	REM
FR	63319974	-3447904004***	63319974
	(0.7064)	(0.0000)	(0.7058)
SIZE	262448000	-44217388220***	262448000
	(0.5971)	(0.0000)	(0.5963)
GROW	-4129805490	-6377727829**	-4129805490
	(0.2396)	(0.0157)	(0.2377)
RF	4986694869**	1669618128	4986694869**
	(0.0158)	(0.1971)	(0.0146)
Constant	-1148177791	385276546187***	-1148177791
	(0.7890)	(0.0000)	(0.7886)
Observations	150	150	150
R^2	0.0494	0.7017	0.0494
Adjusted R^2	0.0232	0.6169	0.0232
F Statistic	1.8849	68.23***	7.5396
p-value	0.11618	: < $2.22e^{-16}$	0.10998

Note: * p<0.1; ** p<0.05; *** p<0.01

الملحق رقم 02: "نتائج اختبار Ficher"

```
Selection Pooled or Fixed effect Model
pFtest(fem, pooled)
F test for individual effects
data:  EVA ~ FR + SIZE + GROW + RF
F = 13.274, df1 = 29, df2 = 116, p-value < 2.2e-16
alternative hypothesis: significant effects
```

الملحق 03: "نتائج اختبار**L.M**"

```
plmtest(EVA~FR+SIZE+GROW+RF, data = pdata, type = "bp")
Lagrange Multiplier Test - (Breusch-Pagan) for balanced panels
data:  EVA ~ FR + SIZE + GROW + RF
chisq = 0.79223, df = 1, p-value = 0.3734
alternative hypothesis: significant effects
phtest(fem, rem)
```

الملحق 04: "نتائج اختبار Breusch-Pagan"

```
Breusch-Pagan test
data:  EVA ~ FR + SIZE + GROW + RF
BP = 251.82, df = 4, p-value < 2.2e-16
```

الملحق 05: "نموذج الدراسة بعد التصحيح"

```
coeftest(fem, vcovHC)

t test of coefficients:

      Estimate       Std. Error   t value   Pr(>|t|)
FR    -3.4479e+09***  9.9590e+08 -3.4621    0.0007513
SIZE -4.4217e+10**    1.5237e+10 -2.9020    0.0044378
GROW -6.3777e+09***   1.4771e+09 -4.3178    3.338e-05
RF    1.6696e+09      1.0149e+09   1.6453    0.1026604
---
Signif. codes:  0 ‘***’ 0.001 ‘**’ 0.01 ‘*’ 0.05 ‘.’ 0.1 ‘ ’ 1
```