



دور إدارة المخاطر المالية في تعظيم قيمة الشركات

(دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة بسوق رأس المال بالملكة العربية السعودية)

The role of financial risk management in maximizing the value of joint stock companies in the capital market in the Kingdom of Saudi Arabia

د. ايمان محمد القرمازي¹، جامعة محمد بن سعود الإسلامية (المملكة العربية السعودية). imeneguermazi@yahoo.fr.

وعد محمد الفارس، جامعة محمد بن سعود الإسلامية (المملكة العربية السعودية). waadalfaris98@gmail.com.

سارة عائض الشمراي، جامعة محمد بن سعود الإسلامية (المملكة العربية السعودية). soror59.sa@gmail.com.

أسماء علي العود، جامعة محمد بن سعود الإسلامية (المملكة العربية السعودية). asmaali1515@gmail.com.

تاريخ النشر: 2022/12/31

تاريخ القبول: 2022/10/29

تاريخ الارسال: 2022/04/12

ملخص:

يهدف البحث إلى دراسة تأثير إدارة المخاطر المالية على تعظيم قيمة الشركات المساهمة بالسوق السعودي، واعتمد البحث على نسب ومؤشرات مالية وأسعار الأسهم ومصدرها السوق السعودي (تداول) وموقع أرقام، أما العينة فتتكون من عشر شركات مدرجة في قطاعات مختلفة، خلال الفترة: 2017-2019م، واستخدمنا لتحليلها أسلوب التأثيرات الثابتة وأسلوب التأثيرات العشوائية واختبار هاوسمان لاختيار الأفضل منهما. وأظهرت النتائج أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين إدارة المخاطر المالية وقدرة الشركات المساهمة السعودية على جذبها للأموال الدائنة ولا تؤثر السيولة المتواجدة لدى الشركة وأرباحها على المخاطر المصاحبة للاستثمار ولا على العائد على الأسهم في السوق، في المقابل أثبتنا وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين إدارة المخاطر المالية والقيمة السوقية للسهم وبالتالي تؤثر العوائد على استثمارات الشركة على قيمة الأسهم في السوق. كما لم نتوصل إلى إثبات علاقة ذات دلالة إحصائية بين إدارة المخاطر المالية وعائد السهم وبين إدارة المخاطر المالية ومؤشر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية

الكلمات المفتاحية: إدارة المخاطر المالية؛ الشركات المدرجة؛ القيمة السوقية للسهم؛ عوائد الاسهم؛ البيانات الطولية.

تصنيف JEL : G32 ؛ L25 ؛ L11

Abstract:

The research aims to study the impact of financial risk management on maximizing the value of joint stock companies in the Saudi market. The sample consists of ten companies listed in different sectors, during the period: 2017-2019. We use fixed effects method, random effects method, and Hausmann's test to choose the best of them. Our results show that there isn't any significant relation between financial risk management and the ability of companies to attract creditors, and the company's liquidity and profits do not affect the risks associated with investment or the return on shares in the market. On the other hand, we prove the existence of a significant relation between financial risk management and the market value of the stock, and thus the returns on investments affect the value of the shares in the market. We don't find a significant relation between financial risk management and stock returns, and between financial risk management and the market value index to book value. Though, we prove a significant relation between financial risk management and the market value of the stock, and thus the returns on the company's investments affect the value of the shares in the market. We also don't find a significant relation between financial risk management and stock returns, and between financial risk management and the market to book ratio.

Keywords: financial risk management; stock market value; stock returns; panel data;

Jel Classification Codes : L11 ؛ L25 ؛ G32

¹ المؤلف المرسل: إسم المؤلف المرسل، الإيميل: imeneguermazi@yahoo.fr

I - تمهيد :

1.I- إشكالية البحث :

معظم الدراسات المهمة بفاعلية إدارة المخاطر تناولت تأثيرها على أداء الشركات، وأثبتوا وجود علاقة معنوية بين إدارة المخاطر والعائد على حقوق الملكية وربحية السهم. في المقابل القليل من الباحثين درسوا تأثيرها على قيمة الشركات وأثبتوا أن إدارة المخاطر المالية تؤدي إلى ارتفاع قيمة الأسهم وبالتالي ارتفاع قيمة الشركة. بالإضافة إلى ذلك وإلى حد علمنا لم يتم البحث في الموضوع في السوق السعودي، ويساهم بحثنا في سد ثغرة ندره هذه بدراسة تأثير إدارة المخاطر المالية على تعظيم قيمة الشركات المساهمة بالسوق السعودي ويطرح البحث الأسئلة التالية:

1. كيف يمكن قياس مستوى إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة في سوق المال السعودي؟
2. هل توجد علاقة بين إدارة المخاطر المالية بالشركات السعودية وقدرتها على تعظيم القيمة للمساهمين؟
3. هل توجد علاقة بين مستوى إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة السعودية وجاذبية الشركة للأموال الدائنة؟

2.I- فرضيات البحث :

للإجابة عن التساؤلات، وضعنا الفرضيات التالية:

1. توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين إدارة المخاطر المالية وقدرة الشركات المساهمة السعودية على جاذبيتها للأموال الدائنة.
2. توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة السعودية وقدرتها على تعظيم قيمة الشركة، وتم تجزئة هذه الفرضية إلى الفرضيات الفرعية التالية:
 - توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين إدارة المخاطر المالية بالشركات السعودية والقيمة السوقية للسهم.
 - توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين إدارة المخاطر المالية بالشركات السعودية والعائد على السهم.
 - توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين إدارة المخاطر المالية بالشركات السعودية ومؤشر القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية.

3.I- أهداف البحث :

تركز أهداف البحث في النقاط التالية:

- دراسة العلاقة بين مستوى إدارة المخاطر المالية وقدرة الشركات المساهمة على جذب الأموال الدائنة.
- توضيح كيفية قياس مستوى إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة في سوق المال السعودي.
- بيان العلاقة بين إدارة المخاطر المالية بالشركات السعودية وقدرتها على تعظيم القيمة للمساهمين.

4.I- أهمية البحث :

تساهم نتائج الدراسة في توعية أصحاب القرار بأهمية إدارة المخاطر المالية في تعظيم قيمة الشركة وتشجيعهم على زيادة فاعليتها الى جانب ترشيد الممارسات في سوق رأس المال السعودي وفقاً لمعايير علمية تستند إلى الهدف من الاستثمار وهو الحفاظ على الثروة وتعظيمها.

5.I - الدراسات السابقة:

من أهم الدراسات الحديثة التي تناولت أثر المخاطر المالية على قيمة الشركة وأدائها دراسة قطوفي وبراقي (قطوفي و براقي، 2020). وقد درس الباحثان العلاقة بين العائد على الأصول ومخاطر السوق ومخاطر السيولة ومخاطر الاكتتاب ومخاطر إعادة التأمين على عينة من 10 شركات للتأمين التكافلي مدرجة في بورصة السعودية، واستخداما طريقة المربعات الصغرى العادية والتأثير الثابت والتأثير العشوائي، وخلصت الدراسة إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة مخاطر الاكتتاب (المطالبات المتكبدة إلى صافي الاقساط المكتسبة) وحجم الشركة ومخاطر السيولة ومخاطر الملاءة، والمتغير التابع الأداء المالي. واهتمت أيضا هاملي (هاملي، 2019) بدراسة إدارة مخاطر شركات التأمين وأثرها على أدائها المالي وأثبتت بواسطة دراسة حالة الشركة الجزائرية للتأمينات تأثير خطر السيولة وحجم الأخطار على المردودية المالية للشركة. استخدمت كذلك بغدادي (بغدادى، 2017) منهجية دراسة الحالة للتأكد من أثر المخاطر المالية على الأداء المالي في مؤسسة مطاحن جبل عز الدين بوسعادة وتوصلت إلى أن الأداء المالي منخفض نسبياً، بسبب عدم تطبيق أنظمة إدارة المخاطر وعدم الالتزام بها. أيضا بروال (بروال، 2011) استخدمت منهجية دراسة الحالة وأثبتت وجود مخاطر مالية تواجهها مؤسسة ملبنة الأوراس نظرا لغياب أي تصور عن إدارة المخاطر في المؤسسة.

أما يوسف (يوسف، 2019) فقد اهتمت بالعلاقة بين مستوى إدارة المخاطر وقدرة المنشأة على جذب الديون بشروط أفضل وعلى تعظيم القيمة للمساهمين على عينة من 36 شركة مدرجة في بورصة مصر للفترة 2012-2018، واستخدمت نموذج الانحدار الخطي البسيط لتكلفة الاقتراض ونسبة الديون طويلة الاجل على مخاطر السهم والقيم السوقية للسهم وعائد السهم ومؤشر القيمة السوقية الى القيمة الدفترية، وتوصلت إلى وجود علاقات معنوية بين مستوى إدارة المخاطر وقدرة المنشأة على جذب الديون بشروط أفضل وعلى تعظيم القيمة للمساهمين، لكنها ضعيفة في اغلب الشركات

من جهة أخرى اهتم الباحثون النيجيريون بأثر المخاطر المالية على قيمة الشركة وأدائها على غرار Sanjo و Olowokudejo (Olowokudejo & Sanjo, 2019) اللذان استخدمتا نموذج الانحدار الخطي لدراسة العلاقة بين إدارة المخاطر المالية وربحية السهم ونسبة هامش الربح والكفاءة الادارية على عينة من 33 شركة مدرجة في بورصة نيجيريا، وبينت النتائج وجود علاقة طردية بين إدارة المخاطر المالية وربحية السهم ونسبة هامش الربح والكفاءة الادارية. أما Iwedi وشركاه (Iwedi, Oriakpono, Barisua, & Sulaiman, 2020) فقد بحثوا في تأثير ممارسات إدارة مخاطر المؤسسة على قيمة المساهم في الشركات غير المالية المدرجة في نيجيريا. استخدموا نموذج التأثير العشوائي والثابت لدراسة العلاقة بين المتغيرات المستقلة توزيع الأرباح للسهم الواحد وربحية السهم الواحد والمتغيرات التابعة المخاطر المالية (الرفع المالي) والمخاطر التجارية (الانحراف المعياري لأسعار الأسهم)، وتم تطبيقه على عينة من 48 شركة غير مالية في البورصة النيجيرية للفترة من 2011 إلى 2018، وبينت النتائج أنه يوجد تأثير معنوي عكسي للمخاطر التجارية على قيمة المساهم.

وبالنسبة للباحثين Salaudeen وشركاه (Salaudeen, Atoyebi, & Ouegbile, 2018) فقد أدرجوا متغيرات مستقلة مختلفة: وجود لجنة الخبرة المالية ووجود لجنة مراقبة ووجود مسؤول مخاطر وحجم مجلس الإدارة على عينة الدراسة من 20 شركة تجارية مدرجة في بورصة نيجيريا، وتوصلوا إلى وجود تأثير معنوي موجب لوجود لجنة الخبرة المالية وحجم مجلس الإدارة على العائد على الأصول، كذلك Olayinka وشركاه (Olayinka, Eriki, Armuna, & Jacob) أدرجوا متغيرا مستقلا مختلفا: القيمة المعرضة للخط، على عينة دراسة

من 40 شركة مدرجة في بورصة نيجيريا للفترة 2012-2016 وأثبتوا وجود تأثير معنوي موجب للقيمة المعرضة للخطر على العائد على الأصول.

وفي اسبانيا استخدم Teoh وشركاه (Teoh & Rajendran, 2015) منهجية الاستبيان الموجه إلى 137 مسؤول مالي وتوصلوا إلى وجود تأثير معنوي طردي لإدارة المخاطر المالية على أداء الشركات أما (Fong & Shad, 2017) فقد استخدم بيانات أولية مجمعة من استبيان لقياس تنفيذ إدارة المخاطر المؤسسية، وبيانات ثانوية مجمعة من Thomsons and Reuters لقياس عوامل القيمة الاقتصادية المضافة. وبينت النتائج التأثير المعنوي لإدارة المخاطر على زيادة صافي الدخل التشغيلي بعد الضريبة، والحد من المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، وزيادة رأس المال المستثمر.

وبالنسبة للباحث González وشركاه (González, Santomil, & Herrera, 2020) فقد طبقوا نموذج الانحدار الخطي على عينة من 162 شركة اسبانية مدرجة في السوق المالي الاسباني لدراسة العلاقة بين إدارة المخاطر المالية والعائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول و Tobin'sQ و احتمالية الإفلاس، وخلصوا إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين إدارة المخاطر المالية والعائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول و Tobin'sQ و احتمالية الإفلاس، وفي المقابل أثبتوا أن وجود مسؤول عن المخاطر يحد من أداء الشركات وأن التحوط من مخاطر الصرف يحسن من الربحية.

ومؤخراً، استخدم كلاش وبهلول (كلاش و بهلول، 2021) تحليل النسب المالية لتحليل العلاقة بين إدارة المخاطر والأداء المالي لمؤسسة صيدال الجزائرية، وأظهرت النتائج أن المؤسسة استطاعت تحقيق فائدة إستغلال الموارد المتاحة وتوفير سيولة كافية خزينة موجبة كافية تدل على كفاءة عملها بعيدة عن المخاطر على الرغم من اعتمادها على نسب مديونية مرتفعة، كما بينت النتائج أيضاً أنها لم تواجه لمرافعة المالية وهذا يدل على أن المؤسسة تتمتع بكفاءة في تحقيق الأرباح، كما قللت إدارة المخاطر المالية من الإفلاس بتغيير إستراتجية في رأس المال والخصوم المالية والمتمثلة

يظهر من خلال عرض الدراسات السابقة أن معظم الدراسات تناولت تأثير إدارة المخاطر على أداء الشركات الدراسة، والقليل منها درس تأثيرها على قيمة الشركات، بالإضافة إلى ذلك وإلى حد علمنا لم يتم البحث في الموضوع في السوق السعودي، ويساهم بحثنا في إثراء الجدل عن تأثير إدارة المخاطر المالية على قيمة الشركات بدراسته في السوق السعودي.

II- الإطار النظري

يعتمد البحث على نظرية إدارة المخاطر المالية التي تدعي أن أسواق المال متمثلة في المستثمرين الممولين للشركات تأخذ في الحسبان خصائص إدارة المخاطر المالية عند تحديد معدل العائد المطلوب. ويمكن تعريف المخاطر المالية بأنها عدم اليقين بسبب احتمال حدوث خسائر في الأسواق المالية نتيجة لتحركات المتغيرات المالية. (قطوفي و براق، 2020).

أما إدارة المخاطر المالية فهي جزء من أي إدارة استراتيجية في مؤسسة الأعمال، وهي تعمل على تشخيص ومعالجة الأخطار التي يمكن أن تواجهها المؤسسات من أجل تعظيم القيمة المتوقعة (بغداد، 2017). وتمثل إدارة المخاطر المالية منهجاً أو مدخلاً علمياً للتعامل مع المخاطر وهذا ما يوحي ضمناً بأن العملية تتضمن سلسلة من الخطوات وهي كالتالي:

- تحديد الأهداف والغايات وتشمل الحفاظ على الاستمرارية وتقليل التكاليف المرتبطة بالمخاطر إلى الحد الأدنى.
- تشخيص المخاطر المالية التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة والخسارة المحتملة الناتجة عنها.
- تقييم المخاطر من خلال قياس الحجم المحتمل للخسارة واحتمال حدوث تلك الخسارة (يوسف، 2019).
- قيمة المؤسسة الناتجة بعد إجراء عملية خبرة وتقييم (هاملي، 2019).
- ويوجد لقيمة المؤسسة عدة أنواع ومنها: القيمة الدفترية- القيمة السوقية- القيمة الاستثمارية.
- فالقيمة الدفترية للأصول الحقيقية هي التكلفة التاريخية للأصل بعد طرح مجمع الإهلاك، أما بالنسبة للأصول المالية (الأسهم العادية) فهو حاصل قسمة صافي حقوق الملكية على عدد الأسهم العادية بعد طرح جميع الالتزامات والقيم المقابلة للأسهم الممتازة، في حين تعكس القيمة السوقية للشركة القيمة التي يمكن بيع الشركة بها ومحاسبياً هي حاصل ضرب سعر السهم السوقي بعدد الأسهم. ويهتم المستثمرون بشكل خاص بالقيمة الاستثمارية فهي عبارة عن المنافع المستقبلية التابعة من حيازة أصل معين، وقد تختلف هذه القيمة من مستثمر لآخر ويعود السبب في ذلك لدوافع يرتكز عليها المستثمرون. ويمكن تحديد قيمة المؤسسة من خلال استخدام مجموعة من الأساليب التي تركز على قواعد علمية وعملية مقبولة على غرار:
- الاعتماد على ميزانية المؤسسة: وهذا بمعادلة قيم الأصول والخصوم مع الأخذ بعين الاعتبار الاختلاف بين القيمة الدفترية والقيمة السوقية مما يستدعي القيام ببعض التعديلات من أجل التقييم بأكثر دقة.
- المقارنة بين المؤسسة محل التقييم مع مثيلاتها من المؤسسات: والتي تكون قيمتها معروفة سلفاً، باستعمال إحدى طرق تحديد القيمة.
- استعمال التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة بعد خصمها: وهذا للوصول إلى القيمة الحالية، والغرض الأساسي الذي تقوم عليه هذه الآلية هو أنه لا يهم المنتج الذي تنتجه المؤسسة، لأن المستثمر طالما يحمل الأوراق المالية للمؤسسة فإنه يعتقد أنه سيحصل على عائد من استثماره في المستقبل (بروال، 2011).

III- البيانات والمنهجية

III-1- العينة :

أجريت الدراسة على عشر شركات مدرجة في السوق السعودي في قطاعات مختلفة لتحقيق أكثر ما يمكن من تمثيلية العينة المتوفرة، بشرط توفر بياناتها في الفترة ما بين 2017-2019، وبالتالي تحصلنا على بيانات طولية من 40 مشاهدة وتم استخراج البيانات السنوية من القوائم المالية للشركات المتوفرة في موقع تداول، وبعض البيانات من موقع أرقام، وبين الجدول 1 متغيرات الدراسة وطريقة احتسابها بالاعتماد على الدراسات السابقة

III-2- متغيرات الدراسة

يوضح جدول (1) متغيرات الدراسة

جدول (1): متغيرات الدراسة

المتغيرات	النوع	طريقة القياس
تكلفة الاقتراض	تابع	المصرفوات التمويلية/إجمالي التزامات طويلة الأجل والقروض قصيرة الأجل
القيم السوقية للسهم	تابع	أسعار الأسهم نهاية كل سنة
عائد السهم	تابع	(أسعار الأسهم بداية السنة - أسعار الأسهم نهاية السنة - التوزيعات) / أسعار الأسهم بداية السنة
مؤشر القيمة السوقية لحقوق الملكية لقيمتها الدفترية	تابع	أسعار الأسهم نهاية السنة-عدد الأسهم -القيمة الدفترية
معدل العائد على الاستثمار	مستقل	صافي الدخل/ (التزامات طويلة أجل+حقوق الملكية)
نسبة السيولة	مستقل	المخزون السلعي/ (الأصول المتداولة + الخصوم المتداولة)
نسبة هيكل رأس المال إلى الأصول طويلة الأجل	مستقل	(الديون طويلة الأجل+حقوق المساهمين) / أصول طويلة الأجل
نسبة التداول	مستقل	الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة
نسبة حقوق الملكية إلى الالتزامات طويلة الأجل	مستقل	حقوق الملكية/ التزامات طويلة أجل
تغطية الأصول لأجمالي الديون	مستقل	اجمالي الأصول / اجمالي الديون
تغطية الأعباء المالية	مستقل	صافي الدخل قبل الفوائد/ الفوائد المستحقة
نسبة اجمالي حقوق الملكية إلى اجمالي الأصول	مستقل	اجمالي حقوق الملكية / اجمالي الأصول
معدل العائد على حقوق المساهمين	مستقل	صافي الدخل / حقوق المساهمين

المصدر: إعداد فريق البحث

III-3- الأسلوب الإحصائي

بالنسبة للأسلوب الإحصائي فقد تم استخدام الاختبارات المناسبة للبيانات الطولية

$$Y_t = \beta_0 + \beta_t X_{it} + \mu_t$$

وهذه الاختبارات هي اختبار التأثيرات الثابتة و اختبار التأثيرات العشوائية ، إلى جانب اختبار هاوسمان

Hausmann test الذي يمكن من اختيار الاختبار الأقرب للعينة.

III-4- الإحصاءات الوصفية

يوضح جدول 2 الإحصاءات الوصفية

جدول (2): الإحصاءات الوصفية

المتغير	المتوسط	الانحراف المعياري	أكبر قيمة	أصغر قيمة	التفرطح	الالتواء
تكلفة الاقتراض	0.0244	0.014	0.0528	0.0030	2.136	0.351
القيمة السوقية	47.243	29.67	116.20	7.910	2.681	0.823
عائد السهم	-0.017	0.227	0.449	-0.405	2.248	0.241
مؤشر القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى قيمتها الدفترية	224.95	587.13	2205.97	0.0013	9.0604	2.750
معدل العائد على الاستثمار	0.0665	0.068	0.187	-0.15	4.605	-0.877
نسبة السيولة	0.9040	1.221	3.357	-1.72	2.936	-0.282
نسبة هيكل رأس المال إلى الأصول طويلة الأجل	0.4751	0.375	0.998	0.0186	1.606	0.394
نسبة التداول	1.3797	0.916	3.358	0.1735	2.325	0.455
نسبة حقوق الملكية إلى الالتزامات طويلة الأجل	1.0277	1.283	6.3400	0.2300	13.538	3.4299
نسبة تغطية الأصول بالمنشأة لإجمالي الديون	2.253	0.729	4.1900	1.180	3.259	0.757
نسبة تغطية الأعباء المالية	13.772	15.117	55.910	-14.19	4.614	1.0784
نسبة إجمالي حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول	0.519	0.178	0.960	0.150	3.533	-0.165
معدل العائد على حقوق المساهمين	0.0863	0.0887	0.230	-0.230	6.616	-1.559

المصدر: إعداد فريق البحث

بلغ متوسط نسبة السيولة 0.90 ومتوسط نسبة التداول 1.38 بينما بلغ الانحراف المعياري لهما 0.92 و 1.22. أما القيم الكبرى فهي 3.3 وأخيراً القيم الصغرى 1.7248 و 0.1735. أما متوسط نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول ونسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الالتزامات طويلة الأجل فهي على التوالي 0.52 و 1.03 بينما الانحراف المعياري 1.287 و 0.18 وبلغت القيم الكبرى 0.96 و 6.34 وأخيراً كانت القيم الصغرى 0.23 و 0.15 وبالنسبة إلى متوسط نسب الربحية فهي 0.086 و 0.066 والانحراف المعياري 0.068 و 0.0887 وبلغت القيم الكبرى 0.23 و 0.187 وأخيراً بلغت القيم الصغرى 0.15 و 0.23. وفيما يخص متوسط نسبة تغطية الأصول بالمنشأة لإجمالي الديون ونسبة هيكل رأس المال إلى الأصول طويلة الأجل فهي على التوالي 2.253 و 0.475 والانحراف المعياري 0.37 و 0.73 بينما كانت القيم الكبرى 4.19 و 0.998 وأخيراً الصغرى 1.18 و 0.019 وبلغ متوسط تكلفة الاقتراض 0.024 بينما الانحراف المعياري يساوي 0.014 كما كانت أكبر قيمة 0.053 وأخيراً أصغر قيمة 0.003.

كما بلغ متوسط القيمة السوقية 47.24 ومتوسط نسبة تغطية الأعباء المالية 13.77 بينما بلغ الانحراف المعياري تالياً 29.67 و 15.12 في حين كانت أكبر قيم 116.2 و 55.91 وأخيراً أصغر قيم 7.91 و 14.9 أما متوسط عائد السهم فهو 0.017 ومتوسط مؤشر القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى قيمتها الدفترية 224.95 بينما الانحراف المعياري يساوي تالياً 0.23 و 587.1291 كما بلغت أكبر قيمة 0.45 و 2205.97 وأخيراً أصغر قيمة 0.41 و 0.0013.

ويبين الجدول 2 أن معامل الالتواء أكبر من الصفر أو أقل من الصفر مما يدل على أن جميع المتغيرات لا تتبع التوزيع الطبيعي.

وفيما يخص معامل التفرطح وجدنا أن المتغيرات التالية: (معدل العائد على الاستثمار، نسبة حقوق الملكية إلى الالتزامات طويلة الأجل، نسبة تغطية الأعباء المالية، نسبة تغطية الأصول لإجمالي الديون، نسبة إجمالي حقوق الملكية إلى الأصول، معدل العائد على حقوق المساهمين، مؤشر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية) مدببة القمة بأكثر مما يجب لتجاوزها للعدد 3. في المقابل توصلنا إلى أن المتغيرات التالية: (نسبة السيولة، نسبة هيكل رأس المال إلى الأصول طويلة الأجل، نسبة التداول، تكلفة الاقتراض، القيم السوقية للسهم، عائد السهم) محدبة القمة بأقل مما يجب لتدنياها عن القيمة 3.

IV- التحليل والمناقشة

IV-1 تحليل العلاقة بين إدارة المخاطر المالية بالشركة وتكلفة الاقتراض:

يبين جدول (3) نتائج دراسة العلاقة بين تكلفة الاقتراض وإدارة المخاطر المالية

جدول (3): نتائج دراسة العلاقة بين تكلفة الاقتراض وإدارة المخاطر المالية

المتغيرات المستقلة	معامل الانحدار β	احتمالية T
معدل العائد على الاستثمار	0.042226	0.2143
نسبة السيولة	0.005378	0.4743
نسبة هيكل رأس المال إلى الأصول طويلة الأجل	0.000642	0.9557
نسبة التداول	-0.009302	0.2586
نسبة حقوق الملكية إلى الالتزامات طويلة الأجل	0.002546	0.1097
نتائج اختبار Hausman		
Statistic Chi^2	prob	
8.259175	0.1425	
معامل التحديد المعدل $Adjusted R^2$	احتمالية معنوية F	
0.504896	0.016969	

المصدر: إعداد فريق البحث

يظهر الجدول 3 نتائج اختبار Hausman ولأن الاحتمالية أكبر من 5% تم اختيار التأثيرات العشوائية، ويتبين من النتائج أعلاه وفقاً لمعامل الانحدار وجود علاقة طردية بين تكلفة الاقتراض وكل من (معدل العائد على الاستثمار، نسبة السيولة، نسبة هيكل رأس المال إلى الأصول طويلة الأجل، نسبة حقوق الملكية إلى الالتزامات طويلة الأجل) وذلك لأن نتيجة معامل الانحدار موجبة. أما بالنسبة للعلاقة بين تكلفة الاقتراض ونسبة التداول فهي عكسية. ويبين الجدول أنه ليس هناك دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع وفقاً لنتائج احتمالية T لأن جميع الاحتمالات أكبر من 10%.

وفيما يخص نتائج النموذج الخطي فهو غير مقبول لأن قيمة معامل التحديد المعدل ليست قريبة من 1.

IV-2 تحليل العلاقة بين إدارة المخاطر المالية بالشركة وبين القيم السوقية للأسهم:
 يبين الجدول 4 نتائج تحليل العلاقة بين المتغير التابع (القيم السوقية للسهم) وإدارة المخاطر
 جدول (4): نتائج تحليل العلاقة بين القيم السوقية وإدارة المخاطر المالية

المتغيرات المستقلة بالنموذج	معامل الانحدار β	احتمالية T
معدل العائد على الاستثمار	98.19083	0.0947
نسبة تغطية الأصول لإجمالي الديون	11.15952	0.1215
Statistic Chi^2	prob	
0.950685	0.6215	
معامل التحديد المعدل $Adjusted R^2$	احتمالية معنوية F	
0.208227	0.041972	

المصدر: إعداد فريق البحث

يبين الجدول 4 نتائج اختبار Hausman وتم اختيار التأثيرات العشوائية لأن الاحتمالية أكبر من 5% .
 توضح المقاييس الإحصائية أعلاه وجود علاقة طردية بين المتغيرات المستقلة بالنموذج والمتغير التابع وفقاً
 لنتائج معامل الانحدار. وتبين أنه يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل معدل العائد على
 الاستثمار والمتغير التابع القيم السوقية للأسهم وذلك لأن احتمال T أصغر من 10% أما المتغير المستقل الثاني
 وهو نسبة تغطية الأصول لإجمالي الديون فلا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بينه وبين المتغير المستقل لأن
 احتمال T أكبر من 10%. أما النموذج الخطي فهو غير مقبول كما بينته نتيجة معامل التحديد المعدل.

IV-3 تحليل العلاقة بين إدارة المخاطر المالية وبين عائد السهم:

يوضح الجدول 5 نتائج اختبار العلاقة بين المتغير التابع (عائد السهم) والمتغيرات المستقلة (نسبة تغطية
 الأعباء المالية ونسبة التداول ونسبة هيكل رأس المال إلى الأصول طويلة الأجل).

جدول (5): نتائج دراسة العلاقة بين عائد السهم وإدارة المخاطر المالية

المتغيرات المستقلة بالنموذج	معامل الانحدار β	احتمالية T
نسبة تغطية الأعباء المالية	-0.197745	0.1140
نسبة التداول	-0.057177	0.2682
نسبة هيكل رأس المال إلى الأصول طويلة الأجل	-0.002579	0.4286
Statistic Chi^2	prob	
1.453535	0.6930	
معامل التحديد المعدل $Adjusted R^2$	احتمالية معنوية F	
0.072138	0.242542	

المصدر: إعداد فريق البحث

يبين الجدول 5 أن احتمالية اختبار Hausman أكبر من 5% ، وبالتالي تم اختيار نموذج التأثيرات
 العشوائية، ويتضح بناءً على نتائج معامل الانحدار، وجود علاقة عكسية بين المتغير التابع (عائد السهم)
 والمتغيرات المستقلة. ويتبين من نتيجة احتمالية T بأنه ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير
 التابع وجميع المتغيرات المستقلة وذلك لأن الاحتماليات فاقت 10%. وفيما يخص اختبار جودة النموذج

الخطي بالاعتماد على نتيجة معامل التحديد المعدل فالنموذج الخطي غير مقبول لأن النتيجة ليست قريبة من الواحد.

4-IV تحليل العلاقة بين إدارة المخاطر المالية بالشركة وبين مؤشر القيمة السوقية للأسهم إلى قيمتها الدفترية:

يبين الجدول 6 نتائج دراسة تأثير مؤشر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية على نسبة إجمالي حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول ومعدل العائد على حقوق المساهمين.

جدول (6) نتائج العلاقة بين مؤشر القيمة السوقية للأسهم إلى قيمتها الدفترية وإدارة المخاطر المالية

المتغيرات المستقلة بالنموذج	معامل الانحدار β	احتمالية T
نسبة إجمالي حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول	174.0783	0.8385
معدل العائد على حقوق المساهمين	-265.2400	0.8630
Statistic Chi^2	prob	
2.127446	0.3452	
معامل التحديد المعدل $AdjustedR^2$	احتمالية معنوية F	
0.014948	0.373846	

المصدر: إعداد فريق البحث

يبين الجدول 6 أن احتمالية اختبار Hausman أكبر من 5% ، وبالتالي تم اعتماد أسلوب التأثيرات العشوائية، وتشير المقاييس الإحصائية إلى أن العلاقة طردية بين المتغير التابع والمتغير المستقل نسبة إجمالي حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول والعلاقة عكسية بين المتغير التابع ومعدل العائد على حقوق المساهمين، وتوضح أيضاً أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين إدارة المخاطر المالية ونسبة إجمالي حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول ومعدل العائد على حقوق المساهمين وفقاً لنتائج احتمالية T حيث كانت جميعها تفوق 10%. ويتبين أيضاً من نتيجة معامل التحديد المعدل أن النموذج الخطي غير مقبول لأن النتيجة ليست قريبة من 1.

5-IV المناقشة

1-5-IV فرضيات البحث:

قام البحث على عدة فرضيات، الفرضية الرئيسية الأولى هي وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين إدارة المخاطر المالية وقدرة الشركات المساهمة السعودية على جاذبيتها للأموال الدائنة. ورفضت نتائج البحث هذه الفرضية، حيث لم نجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين إدارة المخاطر المالية وتكلفة الاقتراض وهذا لا يوافق النظرية الحديثة للتمويل التي ترى أن المقرض للشركة يهتم بتحليل قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المالية وأنه يهتم بمدى توافر أموال ذاتية لدى الشركة تغطي أكبر نسبة ممكنة في هيكل التمويل، ويفضل الشركات ذات التوازن المالي بين هيكل التمويل وهيكل الأصول.

وفيما يتعلق بالفرضية الرئيسية الثانية فتفرعت منها ثلاث فرضيات فرعية وهي:

الفرضية الفرعية الأولى: تؤدي إدارة المخاطر المالية بالشركات السعودية إلى زيادة القيمة السوقية للأسهم: نتائج البحث أكدت هذه الفرضية، حيث وجدنا علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الاستثمار

والقيمة السوقية للسهم وتوصلنا إلى أن السوق السعودي يتوافق مع نظرية إدارة المخاطر المالية التي تتوقع أن المساهم يهتم بتحليل قدرة الشركة على الاستثمار المريح الذي هو الأساس في قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية، وقدرتها على تحقيق فائض نقدي للمساهمين فيقبل على أسهم الشركة مما يترتب عليه ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركة.

الفرضية الفرعية الثانية: تؤدي إدارة المخاطر المالية بالشركات السعودية إلى زيادة العائد على السهم: رفضت نتائج البحث هذه الفرضية حيث أثبتت النتائج عدم وجود علاقة بين إدارة المخاطر المالية وزيادة العائد على السهم وبالتالي نسب التغطية للشركة لا تؤثر على عوائد الأسهم في السوق.

الفرضية الفرعية الثالثة: تؤدي إدارة المخاطر المالية بالشركات السعودية إلى زيادة مؤشر القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية: اختلفت نتائج البحث مع هذه الفرضية حيث بينت النتائج عدم وجود علاقة بين إدارة المخاطر المالية ومؤشر القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية، وتوصلنا إلى أن السوق السعودي يختلف مع نظرية إدارة المخاطر المالية التي تتوقع أن المساهم يهتم بتحليل قدرة الشركة على الاستثمار المريح وهو الأساس في قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية، وقدرتها على تحقيق فائض نقدي للمساهمين. وبالتالي على عكس هذه النظرية فإن المستثمر السعودي لا يهتم بتوافر أصول لدى الشركة تغطي وتزيد عن إجمالي الخصوم في هيكل التمويل مما يقلل من درجة المخاطر المصاحبة لاستثماراته بها.

IV- 2-5 مسائل البحث:

أجاب البحث عن جميع التساؤلات بشكل قطعي حيث كان السؤال الأول: كيف يمكن قياس مستوى إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة في سوق المال السعودي؟ وتمت الإجابة عنه بأنه يمكن قياس المخاطر باستخدام مجموعة من المقاييس الإحصائية للمخاطر المالية مثل نسبة التداول ونسبة السيولة ونسبة هيكل رأس المال إلى الأصول طويلة الأجل.

أما فيما يتعلق بالسؤال الثاني وهو: هل توجد علاقة بين إدارة المخاطر المالية بالشركات السعودية وبين قدرتها على تعظيم القيمة للمساهمين؟ فقد أجبتنا على هذا السؤال من نتائج الفرضية الثانية وذلك بأن إدارة المخاطر الفعالة تؤدي لانخفاض معدل العائد المطلوب وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية للسهم وأخيراً ارتفاع القيمة السوقية للشركة، ولكن لا تؤثر على مؤشر القيمة السوقية للأسهم إلى قيمتها الدفترية ولا على عائد الأسهم

وبالنسبة للسؤال الثالث: هل توجد علاقة بين مستوى إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة السعودية وجاذبية الشركة للأموال الدائنة؟ قد أجبتنا عنه من خلال نتائج الفرضية الرئيسية الأولى التي أثبتت عدم وجود علاقة بين مستوى إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة السعودية وجاذبية الشركة للأموال الدائنة، حيث أن إدارة المخاطر المالية الفعالة لا تؤدي إلى تخفيض العائد المطلوب من قبل المقرضين وهو ما يمثل التكلفة للشركة.

IV- 3-5 المقارنة مع الدراسات السابقة:

تتفق نتائج بحثنا مع نتائج دراسة مها يوسف، 2017 من حيث عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى إدارة المخاطر المالية بالمنشآت المصرية وبين قدرتها على جذب الأموال الدائنة، ووجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى إدارة المخاطر المالية وبين قدرتها على تعظيم القيمة للمساهمين. كما تتفق نتائجنا مع نتائج دراسة Shadi وشركاه (2017) الذين أثبتوا أن إدارة المخاطر المؤسسية بشكل فعال يعد عامل مهم لتحسين القيمة المضافة للشركة وكذلك دراسة Olowokudejo وشركاه (2019) الذين أثبتوا وجود علاقة

طردية بين إدارة المخاطر المالية وربحية السهم، في المقابل تختلف نتائجنا مع Iwedi وشركاه (2020) الذين وجدوا تأثيراً معنوياً عكسياً للمخاطر التجارية على قيمة المساهم

IV - 4-5 تقييم تحقيق أهداف البحث:

تحقق الهدف الأول وأثبتنا عدم وجود علاقة بين إدارة المخاطر المالية وجاذبية الشركة للأموال الدائنة. كذلك تحقق الهدف الثاني ووضحنا كيفية قياس مستوى إدارة المخاطر المالية بالشركات السعودية وذلك من خلال أساليب إحصائية. كما تحقق الهدف الثالث وبيننا وجود علاقة بين إدارة المخاطر المالية وقدرة الشركات السعودية على تعظيم القيمة لمساهميها.

V - الخاتمة :

V - 1 ملخص النتائج

من خلال نتائج البحث تبين عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين إدارة المخاطر المالية وجاذبية المنشأة للديون وبالتالي لا تحرص الشركات السعودية على إدارة مخاطرها المالية بشكل جيد وفعال لتزيد من جاذبيتها للمقرضين. ووضحت النتائج أيضاً أنه من خلال إدارة المخاطر المالية الفعالة يمكن للشركة تعظيم القيمة للمساهمين وتعظيم سعر السهم السوقي وبالتالي تعظيم القيمة فنستنتج من ذلك الأهمية البالغة لإدارة المخاطر المالية في الشركات، وتوصلنا أيضاً إلى عدم وجود علاقة بين إدارة المخاطر المالية وبين زيادة عائد السهم فإدارة المخاطر الفعالة لا تؤثر على المستثمرين بتخفيض عائدهم وبالتالي زيادة القيمة السوقية للسهم.

V - 2 مقترحات البحث

تقترح الباحثات ما يلي

- أهمية نشر الوعي بين المستثمرين في السوق السعودي حيث يجب تقييم الأداء المالي للشركة وايضاً درجة المخاطر المتعلقة باستثماراتهم الى جانب العائد المتوقع لهذه الاستثمارات ، حتى يستطيع المستثمرين اتخاذ قراراتهم بدرجة عالية من الرشد.
- تشجيع الأفراد للاستثمار في السوق مما يزيد المنافسة في السوق السعودي حيث انه كلما زادت استثماراتهم زاد وعيهم بشأن هذه الاستثمارات وبالتالي ترتفع كفاءة عمليات التقييم التي تجري على الشركة.
- تطوير آليات مناسبة لزيادة فاعلية السوق في التوجيه والرقابة على الشركات السعودية وإجبار الشركات على سرعة نشر المعلومات المالية الصحيحة الخاصة بها والتي توضح مستوى العائد والمخاطرة، مما يجعل المستثمرين قادرين على تقييم هذه الشركات من حيث قدرتها على خلق القيمة ويساعدهم على اتخاذ قرارات استثمارية سليمة ورشيده.

V - 3 افاق البحث

توصي الباحثات بما يلي:

- إدخال بعض المتغيرات الأخرى.
- اجراء هذه الدراسة على قطاعات أخرى.
- اختيار عينة أكبر وفترة زمنية أطول وذلك للحصول على عدد مشاهدات أكبر وبالتالي نتائج أدق.

VI- الإحالات والمراجع :

- Fong, W., & Shad, M. (2017). Economic Value-Added Analysis for Enterprise Risk Management. *Global Business and Management Research: An International Journal*(1), 338-347.
- González, L., Santomil, P., & Herrera, A. (2020). The effect of Enterprise Risk Management on the risk and the performance of Spanish listed companies. *European Research on Management and Business Economics*(26), 111–120.
- Iwedi, M., Oriakpono, A., Barisua, P., & Sulaiman, Z. (2020). Enterprise risk management practice and shareholders value: evidence from selected quoted firms in Nigeria. *Green Finance*, 2(2), 197-211.
- Olayinka, E., Eriki, E., Armuna, J., & Jacob, A. (n.d.). Enterprise Risk Management and Financial Performance: Evidence from Emerging Market. *Journal of Management, Accounting and Economics*(4), 937–52.
- Olowokudejo, F., & Sanjo, M. (2019). Enterprise Risk Management and Corporate Performance in Nigerian Non-Financial Quoted Companies., *NILAG Journal of Humanities (UJH)*, 7(2), 32-48.
- Salaudeen, Y., Atoyebi, M., & Ouegbile, B. (2018). Enterprise Risk Management and Performance of Selected Listed Consumer Goods Companies in Nigeria. *Applied Finance and Accounting*, 4(1), 115-135.
- Teoh, A., & Rajendran, M. (2015). Teoh The Impact of Enterprise Risk Management on Firm Performance: Evidence from Malaysia . *Asian Social Science*, 11(22), 149-159.

الاق تصادية المؤسسة في المالية المخاطر إدارة اس ترات يجية) 2011 (ن. ب روال

رسالة ماجستير، جامعة العربي بن مهيدي، الجزائر

المؤسسة في المالية الأداء على المالية المخاطر أدر) 2017 (أ. ب غداي

رسالة ماجستير، جامعة محمد بوضياف، الجزائر

ال. تأم ين لشركات المالية الأداء على المالية المخاطر أدر) 2020 (م. ب راق & بي. ق طوف ي

الاق تصادي العدد مجلة 2. 357-341

ل لمؤسسة المالية الأداء تقييم في المالية المخاطر إدارة دور) 2021 (ن. ب هلول & م. ك لاش

(. 11)3. وال تنمية الاس ترات يجية مجلة ل صيدا مجمع حالة دراسة-الاق تصادية

436-452

المالية أداء على وأثرها ال. تأم ين شركات مخاطر إدارة") 2019 (ن. هامل ي

رسالة ماجستير، جامعة العربي بن مهيدي، الجزائر

ب سوق المساهمة الشركات قيمة تعظيم في المالية المخاطر إدارة دور") 2019 (م. ب يوسف

2. ال. بي بي ل الأبحاث الوادي جنوب جامعة مجلة. ال. عرد ي مصر ب جمهورية المالية رأس

1-15