

دور إدارة المخاطر المالية في تعظيم قيمة الشركات المساهمة بسوق رأس المال بجمهورية مصر العربية

مها رفيق محمد يوسف

مدرس مساعد بأكاديمية وادي العلوم

الملخص:

تشير كتابات التمويل إلى أن إدارة المخاطر المالية بالمنشأة تلعب دوراً ملموساً في تعظيم قيمة المنشأة، حيث تؤدي إلى انخفاض معدل العائد المطلوب من قبل الممولين، ولذلك تتوقع النظرية أن قيام الشركة بإدارة المخاطر المالية سوف يؤدي إلى زيادة قدرة الشركة على جذب الأموال الدائنة بشروط أفضل، وزيادة قدرة الشركة على تعظيم القيمة للمساهمين. نتائج الدراسة: أن إدارة المخاطر المالية تمثل أحد الاستراتيجيات الفرعية لمدخل خلق القيمة بالمنشأة. وذلك باعتبارها تساهم في الحفاظ على ثروة المساهمين من الضياع الجزئي أو الكلي، عن طريق: حماية الشركة ضد المخاطر المالية، وهو ما يزيد من مستوى الثقة لدي المستثمرين ويزيد من إقبالهم على تمويل المنشأة، وبالتالي يساهم في تخفيض معدل العائد الذي يطلبونه على استثماراتهم بالمنشأة، مما يؤدي إلى زيادة قيمة المنشأة في سوق المال.

المقدمة:

ثالثاً: اتخاذ القرارات المالية المختلفة (سواء استثمار أو تمويل) التي يتوقع أن تساهم في تعظيم قيمة الشركات المساهمة. وعلي ضوء هذا الإطار العام حاول هذا البحث الوقوف على معرفة دور إدارة المخاطر المالية في تعظيم قيمة الشركات المساهمة بسوق رأس المال بجمهورية مصر العربية وآلياته وبلوغ نتائج وتوصيات تساعد سوق المال بشكل عام، ومؤسسات المال والتمويل بشكل خاص على تطبيق هذا النظام بكفاءة مع التزود بفرص فعالة لتحسين أداء إدارة مخاطر المالية.

تواجه مختلف المنظمات مخاطر عديدة عند ممارسة أعمالها، مما يؤدي إلى تعرض هذه الأعمال إلى العديد من الأزمات، تتمثل عموماً في حالة عدم التأكد ولعل التحدي الأساسي الذي تواجهه الإدارة هو تحديد مقدار حجم عدم التأكد الذي تقبل به لتستطيع بموجبه بلوغ أهدافها الإستراتيجية المسطرة مسبقاً عدم التأكد بالأساس يمثل حالتين هما الفرص المتاحة والتهديدات التي تحيط بالمؤسسة باحتمالية تؤدي إما لنجاح المؤسسة أو فشلها، لذلك على المنظمات التي ترغب بالبقاء في دنيا الأعمال والتنافس في السوق والبحث عن وسائل تمكنها من البقاء.

أن نجاح المنشأة في ظل مدخل "خلق القيمة" يستلزم منها العمل بشكل متسق، كما يلي:

أولاً: اتخاذ القرارات المالية المختلفة (سواء استثمار أو تمويل) التي يتوقع أن تساهم في زيادة التدفقات النقدية المتوقعة للمساهمين.

ثانياً: اتخاذ القرارات المالية المختلفة (سواء استثمار أو تمويل) التي يتوقع أن تساهم في تخفيض المخاطر المالية المصاحبة للاستثمار في المنشأة.

الخلفية النظرية ومراجعة الدراسات السابقة

٢،١ الخلفية النظرية:

٢،٢،١ نشأة وتطور إدارة المخاطر المالية: لقد بدأ الاتجاه العام للاستخدام لمصطلح إدارة المخاطر في أوائل الخمسينيات وكان من بين المطبوعات المبكرة التي أشير فيها للمصطلح هارفرد بيزنس ريفيو عام ١٩٥٦ حيث طرح المؤلف مايدا في ذلك الوقت فكرة ثورية وهي أن شخصاً ما بداخل المؤسسة ينبغي أن يكون مسؤولاً عن إدارة المخاطر بالمؤسسة. وفي عام ١٩٧٥ قررت رابطة مشتري التأمين تغيير اسمها إلى جمعية إدارة المخاطر

تقرير الأهداف والغايات: تتمثل الخطوة الأولى في عملية إدارة المخاطر في تحديد ما تود المؤسسة أن يفعله برنامج إدارة المخاطر الخاص بها بدقة. هناك العديد من الأهداف المحتملة المتنوعة لوظيفة إدارة المخاطر، وتشمل الحفاظ على استمرارية المؤسسة وتقليل التكاليف المرتبطة بالمخاطر إلى الحد الأدنى اكتشاف المخاطر المالية: تتطلب عملية اكتشاف الخطر تحديد هذا الأخير بالمؤسسة، حيث يؤثر تحققه في سير العمل بها ويتطلب اكتشاف الخطر الذي يمكن أن تتعرض له المؤسسة، والخسارة المحتملة الناتجة عنه، وتوضح أهمية هذه المرحلة في كون إدارة الخطر تحقق أهدافها عندما يتوافر لها معرفة مسببات وأنواع الخسائر المحتملة، لذا على مدير المؤسسة تولي مهمة تحديد الوحدات المعرضة للخطر.

تقييم المخاطر: بعد أن يتم التعرف على المخاطر، يجب أن يقوم مدير المخاطر بتقييمها، ويتضمن ذلك قياس الحجم المحتمل للخسارة واحتمال حدوث تلك الخسارة ثم ترتيب أولويات العمل، ولذلك يكون من الأنسب ترتيب المخاطر في صورة تصنيف عام وتركز مجموعة من المعايير الممكن استخدامها في وضع ترتيب أولوية على الأثر المالي المحتملة للخسارة

٢,٢,٤ مفهوم مدخل خلق القيمة

ولقد ظهر مدخل خلق القيمة علي ضوء النظرية الحديثة للتمويل، والتي استقرت علي اعتبار قوي السوق هي المعيار المناسب والكافي لاتخاذ القرارات المختلفة بالمنشأة، وأن خلق القيمة هو التوجه المنطقي لتحقيق هدف تعظيم الثروة للملاك والذي يمثل الهدف الأساسي والنهائي من وجود المنشأة. ولذلك فإن مدخل خلق القيمة يوجه للمديرين وبخاصة المدير المالي بالمنشأة إلي ضرورة التركيز علي سلوك أسواق المال والمشاركين فيه دون الاقتصار علي المشاكل الخاصة التي يتعاملون معها بشكل أساس ويومي.

المحور الأساسي لمدخل خلق القيمة بالمنشأة يتمثل في "ثروة الملاك"، وأن خلق القيمة بالمنشأة يعني إضافة ثروة للمساهمين، وأن المنشأة سوف تحقق ثروة للمساهمين فيها إذا استطاعت أن تحقق له معدل عائد أكبر من تكلفة الفرصة التي تحملها ذلك المستثمر نتيجة استثمار أمواله بتلك المنشأة.

ويعني ذلك، أن مفهوم خلق القيمة يرتكز علي مفهوم الربح الاقتصادي، والذي يعبر عن العوائد الإضافية التي يتم اكتسابها والحصول عليها من استثمار معين زيادة عن العوائد التي يمكن الحصول عليها من الاستثمار في أفضل البدائل المتاحة.

والتأمين وكان التغيير إشارة إلى أن تحولاً ما يجري، وتقوم إدارة المخاطر والتأمين بنشر مجلة اسمها "المخاطر إدارة".

٢,٢,٢ ماهية إدارة المخاطر المالية: إن الغرض الرئيسي لإدارة المخاطر المالية بالمؤسسة يتمثل في تمكين المؤسسة من التطور وتحقيق أهدافها بشكل أكثر فعالية بكفاءة. ويشير آخر إلى أن القيام بإدارة المخاطر المالية أصبح ضروريا لاستمرار المؤسسة في ظل المنافسة العالمية المعاصرة، ويشير آخر إلى أن القيام بإدارة المخاطر المالية أصبح ضروريا لاستمرار المؤسسة في ظل المنافسة العالمية المعاصرة، وأن وهي إدارة المخاطر المالية بالمؤسسة تسعى إلى ثلاثة أهداف رئيسية:

١. الوقاية من الخسائر

٢. تعظيم درجة الاستقرار في الأرباح.

٣. تدنية تكلفة إدارة الخسائر المالية المحتملة.

ويرى آخر أن مفهوم إدارة المخاطر المالية يشير إلى تلك القرارات التي تستهدف تغيير شكل العلاقة الخاصة بالعائد والخطر المرتبطين بالتدفقات النقدية المستقبلية.

ويعرف آخر إدارة المخاطر المالية على أنها "استخدام أساليب التحليل المالي وكذلك الأدوات المالية المختلفة من أجل السيطرة على مخاطر معينة وتدنية أثارها غير المرغوبة على المؤسسة.

ويرى آخرون أن إدارة المخاطر المالية بالمؤسسة تتضمن القيام بالأنشطة الخاصة بتحديد المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة، وقياسها والتعامل مع مسبباتها، والآثار المترتبة عليها وأن الغرض الرئيسي لإدارة المخاطر المالية بالمؤسسة يتمثل في تمكين المؤسسة من التطور وتحقيق أهدافها بشكل أكثر فعالية وكفاءة. ويرى آخر أن مفهوم إدارة المخاطر المالية يشير إلى تلك القرارات التي تستهدف تغيير شكل العلاقة الخاصة بالعائد والخطر المرتبطين بالتدفقات النقدية المستقبلية.

ومما سبق يتضح إن "إدارة المخاطر المالية" مصطلح يتضمن كافة الأنشطة التي تحاول تغيير شكل العلاقة بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة المرتبطة بتحقيق هذا العائد المتوقع، وذلك بهدف تعظيم قيمة الأصل الذي يتولد عنه هذا العائد.

٢,٢,٣ عملية إدارة المخاطر المالية في المؤسسات:

إن إدارة المخاطر تمثل منهجا أو مدخلا علميا للتعامل مع المخاطر وهذا ما يوجي ضمنا بأن العملية تتضمن سلسلة منطقية من الخطوات، التي تميل للإندماج في الواقع العملي، حيث هذه الخطوات فيما يلي:

المجموعة الأولى؛ وهي ترتبط بجانب الاستثمار، وتعمل علي توليد التدفقات النقدية بالمنشأة، وتتضمن هذه المجموعة ثلاثة مولدات هي: النمو في المبيعات، وهامش ربح التشغيل، والاستثمار. وكلما أدت هذه المجموعة إلي زيادة مستوى التدفق النقدي بالمنشأة ساهم ذلك في تحقيق مكاسب (جارية ورأسمالية) للمساهمين.

المجموعة الثانية؛ وهي ترتبط بجانب التمويل بالمنشأة، وتنعكس علي معدل الخصم الذي يستخدم في تقييم التدفقات النقدية المتوقعة بالمنشأة. وتتضمن هذه المجموعة محددين رئيسيين، هما: توقيت التدفق النقدي والمخاطر المرتبطة بتحقيق هذا التدفق النقدي.

وتتأثر المخاطر بكل من: هيكل التمويل بالمنشأة ومدى الاعتماد علي الديون فيه، ودرجة عدم التأكد المرتبطة بالتدفقات النقدية المتوقعة بالمنشأة. ولذلك تظهر بوضوح أهمية إدارة المخاطر بالمنشأة في هذه المجموعة، فكلما استطاعت إدارة المنشأة ابتكار واستخدام استراتيجيات من شأنها تقليل درجة المخاطر أو درجة عدم التأكد المرتبط بالتدفقات النقدية المتوقعة للمستثمرين بالمنشأة كلما انعكس ذلك إيجابيا علي تكلفة التمويل بالمنشأة، مما يزيد من قدرة المنشأة علي تعظيم القيمة للمساهمين .

٢,٢,٦ علاقة المخاطر المالية بمدخل خلق القيمة

أن المخاطر المالية تحمل المنشأة تكلفة أعلى للحصول علي رأس المال. ولذلك يمكن أن تلعب إدارة المخاطر المالية بالمنشأة دوراً ملموساً في زيادة القيمة السوقية للمنشأة، وبالتالي زيادة الثروة للمساهمين، ويمكن توضيح علاقة المخاطر المالية بمدخل خلق القيمة من خلال مراجعة عمليات قياس القيمة بواسطة المستثمرين كما يلي:

القيمة للمساهم أو لأي مستثمر تتم علي مرحلتين:

الأولى : تقدير التدفقات النقدية المتوقعة من الأصل المملوك للمستثمر .

الثانية : خصم التدفقات النقدية المتوقعة بمعدل تكلفة الفرصة لرأس المال .

أي أن عملية قياس القيمة هي العملية التي يتم بمقتضاها خصم التدفقات النقدية الخاصة باستثمار معين، وذلك باستخدام معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر على ذلك الاستثمار. ولذلك تتحدد القيمة للمساهمين بمقدار "القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية المتوقعة لهم في ضوء معدل العائد الذي يرغبون في تحقيقه على استثماراتهم بالمنشأة".

وعلى ذلك، يمكن النظر إلى مدخل خلق القيمة على أنه المدخل الإداري الذي يركز علي الإطار العام للنظرية الحديثة للتمويل والإدارة المالية، ويجعل مفهوم القيمة الاقتصادية هي المعيار الأساسي الذي يحكم جميع القرارات بالمنشأة، وبحيث يتم الحكم علي أي قرار من خلال مدى مساهمته في خلق وتعظيم الثروة لملاك المنشأة.

٢,٢,٥ أدوات خلق القيمة بالمنشأة:

تعظيم الأرباح: (Increased profit) ويقصد به زيادة معدلات الربحية بالمنشأة في المستقبل وتحسين العوائد علي الأصول الموجودة بالمنشأة. النمو المربح: (Profitable growth) ويقصد به استغلال فرص النمو المربحة مستقبلاً أي الاستثمار في مشروعات تحقق عوائد إضافية تفوق تكلفة رأس المال المستخدم بالشركة.

توليد النقدية: (Cash generation) ويقصد به توليد التدفق النقدي الحر Free cash flow لأجل الاستثمار والنمو المربح، وتقليل الحاجة إلي التمويل الخارجي.

تحقيق عوائد إضافية: (Beating expectations) ويقصد به التفوق علي الأداء المتوسط للسوق، وتحقيق عوائد إضافية تخلق قيمة للمساهمين.

يجب علي الشركة لتحقيق قيمة لديها اتباع الخطوات التالية: تحقيق التوازن بين التحسين في الربحية والنمو وتوليد النقدية لإعادة الاستثمار .

استخدام مقياس جيد للقيمة يشجع المديرين علي التركيز علي تحسين الربح الحقيقي بدلاً من استخدام التسويات المحاسبية .

الفهم الجيد لتكلفة رأس المال باعتبارها مؤشر لتقييم النمو من حيث الربحية .

وفي نظرة أكثر تكاملاً لأدوات خلق القيمة أن المنشأة بكافة وظائفها وهيكلها الإداري والتنظيمي تتكامل وتتداخل مع بعضها البعض لأجل خلق القيمة. فالمولدات المالية للقيمة وإن كانت هي الأهداف التي ينبغي أن يتبعها المديرين، إلا أن تحقيق نمو أسرع في المبيعات، أو تحقيق هامش ربح أعلى، أو اتخاذ قرارات استثمارية مربحة، يتطلب الاعتماد علي استراتيجيات التسويق التي تركز على اختيار الأسواق الجذابة وتحقيق ميزة التفرد والتميز، وذلك من خلال: المعرفة التسويقية، والعلاقات القوية، والإستراتيجية المناسبة مع قنوات التوزيع، وتحقيق ولاء للمنشأة من قبل العملاء... الخ، وكل ذلك يمثل المولدات التسويقية للقيمة، والتي يتطلب تحقيقها توافر المولدات التنظيمية للقيمة مثل: القدرات الأساسية والمهارات والنظم والدافعية والقيادة .

٢،٢ الدراسات السابقة:

٢،٢،١ دراسات سابقة عن إدارة المخاطر المالية:

يتناول الجزء الحالي مراجعة للمناقشات النظرية في مجال إدارة المخاطر المالية بالمنشأة من حيث التطور الفكري، والأسس النظرية، والدور الذي يمكن أن تلعبه في تخفيض معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين، وكذلك المتطلبات الخاصة بنظرية إدارة المخاطر المالية: هدفت دراسة (بروال، ٢٠١١)، إلى تحديد أهداف الإدارة المالية فيما يتعلق الاستثمار التمويل ومحاولة التعرف على الطرق المساعدة على اختيار الهيكل المالي الأمثل لاستثمارات المؤسسة تحديد وتعريف المخاطر المالية التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة الاقتصادية. نتائج الدراسة: تم تأكيد الفرضية الثانية إذ وصلنا إلى أن هناك علاقة طردية بين زيادة المديونية وارتفاع الخطر، إلا أنه يمكن تحديد المستوى الأمثل للمديونية من خلال الحجم الذي يؤدي إلى تساوي الإضافة الحدية للوفورات الضريبية مع الإضافة الحدية لتكاليف الإفلاس المحتملة.

هدفت دراسة (يوسف، ٢٠١٩)، هدف البحث إلى التأكيد على أثر التوريق المصرفي في أداء عمل المؤسسات المالية في معالجة إدارة مخاطر السيولة وكيفية التحوط من ظهور الأزمات المالية. نتائج الدراسة: قيام إدارة المخاطر بالبنوك بإعداد دراسات خاصة بسياسات وضبط إدارة المخاطر لديها للتحوط من حدوث أي أزمات عند القيام بعمليات التوريق المصرفي.

٢،٢،٢ دراسات سابقة عن خلق القيمة:

هدفت دراسة (يوسف، ٢٠١٦)، إلى معرفة مدى تأثير الطرق والسياسات المحاسبية وتنظيمها على تعظيم قيمة المنشأة وترشيد القرارات الإدارية تطبيقياً. نتائج الدراسة: هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية بين تطبيق الإدارة للطرق والسياسات المحاسبية المتحفظة لكل من تقييم الأصول الثابتة الملموسة وإهلاكها كما أن تنظيم الطرق والسياسات المحاسبية في السودان يؤدي إلى توفير معلومات موضوعية وملائمة تساهم في إمكانية المقارنة بين نتائج الأعمال، وتفيد هذه المعلومات في سهولة قياس قيمة المنشأة، وكذلك تساعد في معرفة معدل النمو في سعر سهم المنشأة، وأيضاً نمو العائد.

هدفت دراسة (الشجيري، ٢٠١٠)، إلى إثبات علاقة وتأثير جودة الإبلاغ المالي في تعظيم قيمة المنشأة من خلال اعتماد المنهج النظري والتطبيقي على عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وعلى أساس ذلك فقد اعتمد البحث في اختبار موضوعه على فرضية رئيسية موجبة لأختبار العلاقة والاثار بين جودة الإبلاغ المالي وتعظيم قيمة

المنشأة. نتائج الدراسة: إلى مجموعة من الاستنتاجات كهن من أهمها وجود علاقة واثراً إيجابياً لمتغيرات جودة الإبلاغ المالي في تعظيم قيمة الشركات عينة الدراسة.

التعليق على الدراسات السابقة:

حتى يمكن الاستمرار بالسوق وتعظيم الثروة للمساهمين، طالما أن خطر العسر المالي هو خطر غير منتظم، ويرجع إلى الخصائص المالية الداخلية للمنشأة، وأنه سوف يؤثر على علاوة المخاطرة التي يطلبها الممولون للمنشأة. أنها تحاول تطوير نموذج متعدد المؤشرات المالية، يمكن استخدامه في قياس المستوى النسبي لقيام المنشآت المصرية بإدارة المخاطر المالية وهو ما يمكن اعتباره إضافة من قبل الدراسة نحو توفير أدوات مالية فعالة لأجل ترشيد قرارات المنشآت المصرية. منهج البحث:

١،٣ مشكلة البحث:

يمكن بلورة المشكلة البحثية في ثلاثة أسئلة مترابطة هي:

١. كيف يمكن إدارة المخاطر المالية بالشركات المساهمة المصرية؟
٢. كيف يمكن قياس مستوى إدارة المخاطر المالية بالشركات المساهمة المصرية؟
٣. ما مدى تقييم سوق المال المصري لخصائص الشركات المساهمة المصرية من ناحية مستوى إدارة المخاطر المالية بها؟

٢،٢ أهمية البحث:

أهمية ترشيد الممارسات في سوق المال المصري وفقاً لمعايير علمية تستند إلى الهدف من الاستثمار وهو الحفاظ على الثروة وتعظيمها.

٢،٣ أهداف البحث:

تحديد المفاهيم والمبادئ الرئيسية التي تركز عليها عملية إدارة المخاطر المالية بالمنشأة. المساعدة في ترشيد قرارات الشركات المصرية من خلال تحديد الأثر المتوقع للقرارات المالية على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة في سوق المال المصري

٢،٤ فروض الدراسة:

توجد علاقة معنوية وذات دلالة إحصائية بين مستوى إدارة المخاطر المالية بالمنشآت المصرية وبين قدرتها على تعظيم القيمة للمساهمين فيها. ولأغراض الاختبار تم تجزئة هذا الفرض إلى الفروض الفرعية التالية:

a = الجزء الثابت بالنموذج.
 b = معامل حساسية المتغير التابع Y للمتغير المستقل X بالنموذج.
 $(X)t =$ تعبر عن القيمة الرقمية المحسوبة للمتغير المستقل
 بالنموذج ، وذلك في الفترة الزمنية t والذي قد يكون مستوى إدارة
 المخاطر المالية (RML) أو الأدوات المالية (Xi) المقترحة بالدراسة لإدارة
 المخاطر المالية بالمنشآت المصرية.

جدول (١/٥) المتغيرات المالية المستخدمة في اختبار فروض نظرية إدارة
 المخاطر المالية في سوق المال المصري

أدوات القياس	المتغيرات المالية
١- تكلفة الاقتراض : % المصروفات التمويلية إلى إجمالي الالتزامات طويلة والقروض القصيرة الأجل	(أ) جاذبية المنشأة للأموال الدائنة بشروط أفضل
٢- نسبة الديون طويلة الأجل في هيكل رأس المال.	
١. مخاطر السهم: "باستخدام مقياس الانحراف المعياري"	(ب) قدرة المنشأة على تعظيم القيمة للمساهمين
٢- القيم السوقية للسهم .	
٣- عائد السهم (TSR)	
٤- مؤشر القيمة السوقية لحقوق ملكية إلى قيمتها الدفترية (M/B)	

المصدر: مراجعة الدراسات والكتابات السابقة .

٣/٥- تحليل علاقة إدارة المخاطر المالية بقدرة الشركة على جذب الأموال الدائنة بتكلفة أقل :
 ويتضمن فحص هذه العلاقة جانبين هما :
 دور إدارة المخاطر المالية في تدنية تكلفة الاقتراض .
 دور إدارة المخاطر المالية في زيادة قدرة الشركة على جذب واستيعاب الديون .
 ١/٣/٥- تحليل علاقة إدارة المخاطر المالية بتكلفة الاقتراض التي تتحملها الشركة:

١. يتوقع أن تؤدي إدارة المخاطر المالية بالمنشآت المصرية إلى انخفاض درجة المخاطر المصاحبة للاستثمار في أسهم المنشأة .
 ٢. يتوقع أن تؤدي إدارة المخاطر المالية بالمنشآت المصرية إلى زيادة القيمة السوقية للسهم .
 ٣. يتوقع أن تؤدي إدارة المخاطر المالية بالمنشآت المصرية إلى زيادة العائد على السهم .
 ٤. يتوقع أن تؤدي إدارة المخاطر المالية بالمنشآت المصرية إلى زيادة مؤشر القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية.
 عينة الدراسة: وبالاعتماد على الكتاب السنوي للبورصة المصرية للفترة الزمنية (٢٠١٢/٢٠١٨)، قامت الباحثة بمراجعة مجتمع الدراسة، وفحص جميع الشركات في ضوء هذه الشروط، فبلغ عدد الشركات التي تمثل عينة الدراسة ٣٦ شركة فقط، وذلك بنسبة ٣٦,٧% من مجتمع الدراسة.
 ٤.١. منج البحث: سوف تعتمد الباحثة على كلٍّ من المنهج الاستقرائي والمنهج الاستنباطي:
 ١. المنهج الاستنباطي: حيث تستخدمه الباحثة في صياغة الإطار النظري للبحث من حيث مشكلته وأهدافه وأهميته وصياغة فروضه، وذلك من خلال ما أمكن التوصل إليه من مراجع ودوريات علمية متخصصة والمؤتمرات والندوات، وكذلك التقارير الرسمية المنشورة والغير منشورة، والمواقع الالكترونية المتعلقة بموضوع الدراسة.
 ٢. كما تم استخدام المنهج الاستقرائي: في الدراسة الميدانية التي تمت بهدف استطلاع آراء مجتمع الدراسة المكونة من مديري الاستثمار في البنوك.
 الدراسة الميدانية: توضح الفروض السابقة أن الدراسة الحالية تركز على اختبار مدى قوة واتجاه العلاقة بين قيام المنشآت المصرية بإدارة المخاطر المالية وبين النتائج المتوقعة من ذلك:
 وفقا للنموذج $[Yt = a + \sum b(X)t]$ ، حيث أن :
 $Yt =$ تعبر عن القيمة الرقمية المحسوبة للمتغير التابع (وهو احد المتغيرات الستة المحددة بالفروض الفرعية السابقة وجدول (١/٥) وذلك في الفترة الزمنية t.

جدول (٢/٥) العلاقة بين مستوى إدارة المخاطر المالية بشركات الدراسة وبين تكلفة الاقتراض للأموال بهذه الشركات

أدوات لتحليل المتغير المستقل	R	R ²	Adj.R	F	مستوي المعنوية
النموذج المقترح RML	٠,١٥٢	٠,٠٢٣	٠,٠١٩	٥,٨٩٣	*٠,٠١٦

جداً، كما أن هذه العلاقة لا يصلح الاعتماد عليها في صناعة القرارات بالمنشآت المصرية. حيث لا تعددي القدرة التفسيرية للنموذج المقترح إحصائياً ٢,٣% (R2) من التغيرات التي تحدث في تكلفة الاقتراض بالمنشأة وهو ما يشير إلى وجود عوامل أخرى هامة ومؤثرة في تحديد تكلفة الاقتراض لدى المنشآت المصرية.

تشير إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوي ٩٥%. وتوضح المقاييس الإحصائية بالجدول (٢/٥) أن هناك علاقة معنوية. عند درجة الثقة ٩٥% بين مستوي إدارة المخاطر المالية بالشركات المساهمة المصرية، وبين تكلفة الاقتراض التي تتحملها هذه الشركات. إلا أن هذه العلاقة ليست قوية حيث أن معامل الارتباط منخفض

جدول (٣/٥) خصائص العلاقة بين مستوي إدارة المخاطر المالية بالمنشآت المصرية وبين تكلفة الاقتراض بها

بيان	نوع العلاقة		قوة العلاقة				
	طردية	عكسية	تام	قوي	متوسط	ضعيف	مجموع
عدد	١١	٢٥	٤	١٣	٠	١٩	٣٦
نسبة	٣٠,٥	٦٩,٥	١١	٣٦	٠	٥٣	١٠٠

ومن خلال جدول (٣/٥) يمكن استخلاص ما يلي:

العلاقة ضعيفة في أغلب شركات الدراسة وهذا لا يتسق مع الإطار العام لنظرية إدارة المخاطر المالية، حيث تري النظرية أن أسواق المال متمثلة في المستثمرين الممولين للشركات تأخذ في الحسبان خصائص الشركة التي تشير إلى مدى قيامها بإدارة المخاطر المالية، وذلك عند قيام المستثمرين بتحديد معدل العائد الذي يطلبونه على استثماراتهم بالشركة. ولتحديد أهم المتغيرات من أدوات إدارة المخاطر المالية التي يقترحها الإطار العام بالدراسة الحالية المؤثرة على تكلفة الاقتراض بالشركات المصرية، وحتى يستطيع المدير المالي بالمنشأة الاسترشاد عند اتخاذ القرارات المالية بالمنشأة، قام الباحث بتحليل الانحدار التدريجي، فيما بين تكلفة الاقتراض (كمتغير تابع) وبين أدوات إدارة المخاطر المالية المقترحة بالدراسة (كمتغيرات مستقل).

أنه في معظم الشركات (وبنسبة ٦٩,٥% من مجموع شركات الدراسة) توجد علاقة عكسية فيما بين مستوي إدارة المخاطر المالية وتكلفة الاقتراض التي تتحملها الشركة.

أنه في أغلب الشركات (وبنسبة ٥٣% من مجموع شركات الدراسة) كانت العلاقة ضعيفة فيما بين مستوي إدارة المخاطر المالية وبين تكلفة الاقتراض للشركة كما أن ٢٢% فقط من مجموع الشركات (أي ما يعادل ٤٧% فقط من الشركات التي ظهرت بها علاقات ارتباط قوية) توجد بها معاملات تحديد ذات دلالة إحصائية. حيث يرتفع فيها معامل التحديد عن ٥٠%.

إن الأدلة الإحصائية الموضحة بالجدول (٣/٥) تشير إلى وجود علاقة ارتباط معنوية بين مستوي إدارة المخاطر المالية بالشركات المساهمة المصرية وبين تكلفة الاقتراض التي تتحملها تلك الشركات، ألا أن هذه

جدول (٤/٥) خصائص نموذج الانحدار المتعدد التدريجي لتكلفة الاقتراض علي أدوات إدارة المخاطر المالية المقترحة بالدراسة

الترتيب* (الأهمية)	مستوي المعنوية	قيمة T	الخطأ المعياري	معامل الانحدار	المتغيرات المستقلة بالنموذج
الأول	٠,٠٠	٣١,٩٩-	٠,٠٢٦	٠,٨٧٩-	X ₁ معدل العائد علي الاستثمار
الثاني	٠,٠٠	٩,٨٤	٠,٠٠٤	٠,٢٩٥	X ₇ نسبة السيولة
الثالث	٠,٠٠	٧,٤٦-	٠,٠٢١	٠,٢٠٨-	X ₁₁ نسبة هيكل رأس المال إلى الأصول طويلة الأجل
الرابع	٠,٠٠	٦,٦٢	٠,٠٠١	٠,١٨٤	X ₆ نسبة التداول
الخامس	٠,٠٠	٤,٥٦	٠,٠٠٩	٠,١١٩	X ₃ نسبة حقوق الملكية إلى الالتزامات طويلة الأجل
	٠,٥٧٤	٥٦٣	٠,٠١٥	٨,٤٣	القيمة الثابتة
	معنوية F		قيمة F		معامل الارتباط R
	٠,٠٠		٣١,٥٥		٠,٩٢٠
				معامل التحديد R ²	
				٠,٨٤٧	

المخاطر المالية، والتي ترى أن الدائن يهتم بمدى توافر أموال ذاتية لدى الشركة تغطي أكبر نسبة ممكنة في هيكل التمويل، وأنه يفضل الشركات ذات التوازن المالي بين هيكل التمويل وهيكل الأصول لأن ذلك يزيد من درجة الاستقرار المالي بالشركة، ومن قدرتها علي الوفاء بالتزاماتها تجاه الدائنين، وهذا كله يشعر الدائن بدرجة أكبر من الأمان تجاه استثماراته بالشركة، مما يجعله يميل إلي تخفيض تكلفة إقراض أمواله للشركة.

٢/٣/٥- تحليل العلاقة بين إدارة المخاطر المالية بالشركة وجاذبيتها للديون:

يوضح جدول (٥/٥) نتائج تحليل الانحدار البسيط فيما بين مستوي إدارة المخاطر المالية بشركات الدراسة وبين مؤشر جاذبية الشركة للأموال الدائنة، والذي يتمثل - وفقاً للدراسات التي اهتمت باختبار نظرية إدارة المخاطر المالية. في نسبة الديون طويلة الأجل في هيكل رأس المال.

تم ترتيب المتغيرات وفقاً لمعامل حساسية (معامل الانحدار) المتغير التابع للمتغيرات المستقلة بالنموذج، وبدون أخذ الإشارة في الحسبان. وتوضح المؤشرات الإحصائية الظاهرة بالجدول (٤/٥) أن النموذج المقترح معنوي ويمكن الاسترشاد به في اتخاذ القرارات بالمنشأة، كما تشير أيضاً إلي أن أهم العوامل المؤثرة علي تكلفة الاقتراض في المنشآت المصرية تتمثل في كفاءة الاستخدام للأموال (x1)، ثم نسبة السيولة بالمنشأة (x6 و x7). وتحقيق درجة التوازن المالي بين هيكل التمويل وهيكل الأصول (x11)، وكذلك تقليل درجة المديونية بالمنشأة (x3). وتشير هذه المؤشرات الإحصائية إلي وجود توافق بين واقع السوق المصري وبين النظرية الحديثة التمويل، حيث ترى تلك النظرية أن الدائن للشركة يهتم بتحليل قدرة الشركة علي الوفاء بالتزاماتها المالية، وأنه لا يهتم فقط بالسيولة بل يركز أيضاً علي القدرة الإيرادية للأصول المستثمرة بالشركة لأن الغرض الأصلي من تقديم أمواله إلي الشركة هو أن تدر دخلاً مع الوقت نتيجة إدارتها بكفاءة. وتشير هذه المؤشرات الإحصائية إلي وجود توافق بين واقع السوق المصري وبين نظرية إدارة

جدول (٥/٥) العلاقة بين مستوي إدارة المخاطر المالية بشركات الدراسة وبين مؤشر جاذبية الشركة للأموال الدائنة

أدوات لتحليل المتغير المستقل	R	R ²	Adj.R	F	مستوي المعنوية
النموذج المقترح RML	٠,٦٥١	٠,٤٢٣	٠,٤٢١	١٨٣,٦	*٠,٠٠

٢- أن المقاييس الإحصائية تشير إلى وجود علاقة قوية يمكن الاعتماد عليها في القياس والتنبؤ، حيث أن معامل الارتباط مرتفع نسبياً فهو يصل إلى ٦٥%، كما أن معامل التحديد يتعدى ٤٠%، مما يشير إلي ارتفاع أهمية مستوي إدارة المخاطر المالية بالمنشأة بالنسبة لجاذبية الشركة للأموال الدائنة (مقارنة بتلك الأهمية عند تحديد تكلفة الاقتراض)، وهو ما يعني أن أساليب وأدوات إدارة المخاطر المالية المقترحة بالدراسة تفسر جزءاً من الاختلاف النسبي بين الشركات المصرية من حيث جاذبيتها للأموال الدائنة.

تشير إلي وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوي ٩٩,٩% . ويوضح الجدول (٥/٥) أن العلاقة قوية ومعنوية فيما بين مستوي إدارة المخاطر المالية بالشركات وبين مؤشر جاذبية الشركة للأموال الدائنة، حيث توضح الأدلة الإحصائية بالجدول ما يلي:

١- أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية وعند مستوي ثقة مرتفع يصل إلي ٩٩,٩% بين مستوي إدارة المخاطر المالية بالشركات المساهمة المصرية وبين مؤشر جاذبية الشركة للأموال الدائنة.

جدول (٦/٥) خصائص العلاقة بين مستوي إدارة المخاطر المالية وبين مؤشر جاذبية الشركة للديون.

بيان	قوة العلاقة					نوع العلاقة		عدد	نسبة
	مجموع	ضعيف	متوسط	قوي	تام	عكسية	طردية		
نسبة تكرار معاملات تحديد (R ²) أكبر من ٥٠%	٣٦	١٩	٠	١٣	٤	٢٥	١١	٨	
	١٠٠	٥٣	٠	٣٦	١١	٦٩,٥	٣٠,٥	٢٢%	

بالشركة وبين مؤشر جاذبية الشركة للديون، فضلاً عن أن ٢٢% فقط من هذه الشركات توجد بها معاملات تحديد ذات دلالة إحصائية، وهو ما يشير إلى أن إدارة المخاطر المالية في المنشآت المصرية لا تساهم بدرجة ملموسة في تحسين صورة الشركة لدى المستثمرين الدائنين .
٣/٣- مناقشة نتائج تحليل العلاقة بين إدارة المخاطر المالية وبين قدرة المنشآت المصرية على جذب الأموال الدائنة بتكلفة أقل :

ومن خلال الجدول (٦/٥) يمكن استخلاص ما يلي :

- ١ - أن الأدلة التطبيقية لا تتوافق مع نظرية إدارة المخاطر المالية، حيث أن نسبة كبيرة من الشركات تصل إلى ٦٩,٥% (من مجموع شركات الدراسة) توجد بها علاقة عكسية فيما بين مستوى إدارة المخاطر المالية وبين مؤشر جاذبية الشركة للديون .
- ٢ - أن غالبية الشركات وبنسبة ٥٣% (من مجموع شركات الدراسة) توجد بها علاقات ارتباط ضعيفة فيما بين إدارة المخاطر المالية

جدول (٧/٥) أهم نتائج دراسة العلاقة بين إدارة المخاطر المالية وبين قدرة المنشأة على جذب الأموال الدائنة

نتائج التحليل الإحصائي		علي مستوى بيانات جميع شركات الدراسة		علي مستوى بيانات كل شركة من شركات الدراسة	
المؤشرات	معامل التحديد	مستوي المعنوية	نسبة معاملات التحديد المعنوية	درجة الارتباط الأكثر تكراراً	المؤشرات
تكلفة الاقتراض	٠,٠٢٣	٠,٠١٦	٢٢%	ضعيف	ضعيف
مؤشر جاذبية الشركة للأموال	٠,٤٢٣	٠,٠٠٠	٢٢%	ضعيف	ضعيف

المصدر : نتائج التحليل الإحصائي (الموضحة بالجدول السابقة) .

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية فيما بين مستوى إدارة المخاطر المالية بالمنشآت المصرية وبين قدرتها على جذب الأموال الدائنة بشروط أفضل .

٤/٥ - تحليل علاقة إدارة المخاطر المالية بقدرة الشركة علي تعظيم القيمة للمساهمين :

١/٤/٥ - تحليل العلاقة بين إدارة المخاطر المالية بالشركة وبين درجة المخاطر المصاحبة للاستثمار في أسهم المنشأة :

وتوضح المقاييس الإحصائية بالجدول (٧/٥) أنه بالرغم من وجود علاقات معنوية فيما بين مستوى إدارة المخاطر المالية بالشركات المساهمة المصرية وبين قدرة المنشأة على جذب الأموال الدائنة بشروط أفضل، إلا أن هذه العلاقة ضعيفة في أغلب شركات الدراسة ، ومعاملات التحديد منخفضة علي مستوى مجموع شركات الدراسة، كما أن نسبة معاملات التحديد المعنوية لم تتجاوز ٢٢% من مجموع شركات الدراسة .

وتتقود النتائج الموضحة بالجدول (٧/٥) إلى رفض الفرض الفرعي الأول إجمالاً، وبحيث يمكن القول بأنه :

جدول (٨/٥) العلاقة بين إدارة المخاطر المالية بالمنشآت المصرية وبين الانحراف المعياري لبعض المؤشرات المالية

المؤشرات	نتائج التحليل الإحصائي	معامل الارتباط	مستوي المعنوية
الانحراف المعياري لعائد السهم (σ_{STR})		٠,١٢٥-	٠,٤٦٧
الانحراف المعياري لسعر إقفال السهم وقت إعداد القوائم (σ_{P1})		٠,٢٥٩	٠,١٢٧
الانحراف المعياري لأعلي سعر خلال العام (σ_{P2})		٠,٢٤٢	٠,١٥٥
الانحراف المعياري لأدني سعر خلال العام (σ_{P3})		٠,٢٥٦	٠,١٢٢
الانحراف المعياري للقيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية ($\sigma_{M/B}$)		٠,٢٠٠-	٠,٢٤٣

وتشير المقاييس الإحصائية الموضحة بجدول (٨/٥) إلى ما يلي:

الصدفة كما أن معاملات الارتباط وبالضرورة أيضاً معاملات التحديد ضئيلة جداً مما يدل علي أن العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية أيضاً بجانب أنها غير معنوية وبالتالي لا يصلح الاعتماد عليها في صنع القرارات المالية بالشركات المساهمة المصرية.

أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية وبين مستوى التقلب في المؤشرات السوقية، حيث أن مستوى الثقة منخفض، ولا يصل إلى الحد الأدنى المقبول في الدراسات المالية وهو ٩٠% وهو ما يعني أن معامل الارتباط لا يختلف بشكل معنوي عن الصفر، وأنه يرجع إلى

أن هناك معاملات ارتباط لا تتسق مع التوقعات النظرية، وهي المعاملات ذات الإشارة الموجبة إذ تتوقع النظرية أن زيادة مستوى إدارة المخاطر المالية بالمنشأة يؤدي إلى انخفاض مستوى المخاطر التي تصاحب الاستثمار في الأوراق المالية المصدرة بواسطة تلك المنشأة، ٢/٤/٥- تحليل العلاقة بين إدارة المخاطر المالية بالشركة وبين القيم السوقية للأسهم :

جدول (٩/٥) العلاقة بين مستوى إدارة المخاطر المالية (RML) بشركات الدراسة وبين أسعار الأسهم (P) بها

أساس التحليل	أدوات التحليل الإحصائي	R	R ²	Adj. R	F	مستوى المعنوية
سعر إقفال السهم وقت إعداد القوائم P1	٠,٢٣٦	٠,٠٥٦	٠,٠٥٢	١٤,٧٧١	*٠,٠٠٠	
أدنى سعر خلال العام P2	٠,٢٣٦	٠,٠٥٦	٠,٠٥٢	١٤,٧٢٣	*٠,٠٠٠	
أعلى سعر خلال العام P3	٠,٢٦٢	٠,٠٦٨	٠,٠٦٥	١٨,٣٨٤	*٠,٠٠٠	

*تشير إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى ٩٩,٩%.

المخاطر المالية بالمنشآت عند قيامه بتحديد أسعار الأوراق المالية التي تصدرها تلك المنشآت أو أنها تشير إلى أن المساهمين بالسوق المصري لا يهتمون بمستوى إدارة المخاطر المالية بالمنشأة، بل تركز اهتمامهم على جوانب أخرى في الشركة. وقد تكون عوامل مثل : سمعة الشركة ونوعية الإدارة والمستقبل الاقتصادي للشركة هي أهم الجوانب التي يهتم بها المستثمر المصري .

ومن خلال المقاييس الإحصائية بالجدول (٩/٥) يتضح أن هناك علاقة معنوية بين إدارة المخاطر المالية بشركات الدراسة وبين القيم السوقية (P1 و P2 و P3) لأسهم المنشآت المصرية إلا أن هذه العلاقات ضعيفة جداً ولا تفسر أكثر من ٧% تقريباً من التغيرات التي تحدث في أسعار الأسهم في سوق المال المصري .

وبشكل مبدئي، يمكن القول أن معاملات التحديد المنخفضة تشير إلى أن المستثمر في سوق المال المصري لا يأخذ في الحسبان مستوى إدارة

جدول (١٠/٥) خصائص العلاقة بين مستوى إدارة المخاطر المالية وبين أسعار الأسهم (P)

المتغير التابع	بيان	قوة العلاقة					نوع العلاقة		عدد	نسبة
		مجموع	ضعيف	متوسط	قوي	تام	عكسية	طرديّة		
P1	عدد	٣٦	١٨	٠	١٦	٢	١٦	٢٠	عدد	نسبة
		١٠٠	٥٠	٠	٤٤	٦	%٤٤	%٥٦		
P2	عدد	٣٦	١٣	٣	١٨	٢	١٧	١٩	عدد	نسبة
		١٠٠	٣٦	٨	٥٠	٦	%٤٧	%٥٣		
P3	عدد	٣٦	١٨	١	١٥	٢	١٧	١٩	عدد	نسبة
		١٠٠	٥٠	٢	٤٢	٦	%٤٧	%٥٣		

ثلاث مجموع الشركات ونسبة لا تتجاوز ٣٦% من مجموع شركات الدراسة .
ولتحديد أهم المتغيرات من أدوات إدارة المخاطر المالية التي يقترحها الإطار العام بالدراسة الحالية المؤثرة على أسعار الأسهم للشركات المصرية ، وحتى يستطيع المدير المالي الاسترشاد بها في اتخاذ القرارات المالية بالمنشأة.

ومن خلال جدول (١٠/٥) يمكن استخلاص ما يلي :
١. أنه في معظم الشركات (وبنسبة تزيد عن ٥٠% من مجموع شركات الدراسة) توجد علاقة طردية فيما بين مستوى إدارة المخاطر المالية بالمنشأة وبين أسعار الأسهم .
٢. أنه في أغلب الشركات كانت العلاقة ضعيفة فيما بين مستوى إدارة المخاطر المالية وبين أسعار الأسهم للشركة وذلك فيما عدا العلاقة مع أعلى سعر خلال العام (P2) ولم تظهر معاملات تحديد معنوية إلا في

جدول (١١/٥) نتائج تحليل الانحدار المتعدد التدريجي لأسعار الأسهم (P) علي الأدوات المقترحة لإدارة المخاطر المالية بالمنشآت المصرية.

معنوية t	قيمة t	المتغيرات المفسرة	مستوي المعنوية	F	Adj. R	R ²	R	أدوات لتحليل الإحصائي أساس التحليل
*٠,٠٠	٤,١٠٥	X	*٠,٠٠	١٦,٨٤	٠,٠٥٩	٠,٠٦٣	٠,٢٥١	سعر الإقبال P1
*٠,٠٠	٤,٣٦١	X	*٠,٠٠	١٩,٠١	٠,٠٦٧	٠,٠٧١	٠,٢٦٦	أدنى سعر P2
٠,٠٠١ ٠,٠٤٢	٣,٤٨ ٢,٠٤٢	X ₁ X ₄	*٠,٠٠	١١,٤٤	٠,٠٧٧	٠,٠٨٤	٠,٢٩٠	أعلى سعر P3

* تشير إلي وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوي ٩٩%.

فائض نقدي للمساهمين. كما ترى النظرية أنه المستثمر يهتم كذلك بتوافر أصول لدي الشركة تغطي وتزيد عن إجمالي الخصوم في هيكل التمويل، وبما يقلل درجة المخاطر المالية المصاحبة لاستثماراته بها. ويجعله هذا يقبل علي أسهم المنشأة، ويميل إلي تخفيض معدل العائد الذي يطلبه علي استثماراته بالشركة، والذي يترتب عليه ارتفاع القيمة السوقية لأسهم المنشأة.

ويتضح من جدول (١١/٥) أن أهم المتغيرات التي تؤثر علي أسعار الأسهم في السوق المصري هي: معدل العائد علي الاستثمار بالمنشأة (X1)، وكذلك نسبة تغطية الأصول بالمنشأة لإجمالي الديون التي تعتمد عليها (X4). ويتوافق ذلك مع نظرية إدارة المخاطر المالية، حيث تتوقع أن المساهم يهتم بتحليل قدرة الشركة علي الاستثمار المربح، والذي هو الأساس في قدرتها علي الوفاء بالتزاماتها المالية، وقدرتها علي تحقيق

٣/٤/٥- تحليل العلاقة بين إدارة المخاطر المالية بالشركة وبين عائد الأسهم (TSR) :

جدول (١٢/٥) العلاقة بين مستوي إدارة المخاطر المالية (RML) وعائد السهم (TSR)

مستوي المعنوية	F	Adj. R	R ²	R	أدوات التحليل لإحصائي المتغير المستقل
*٠,٠٠٤	٨,٤٧٢	٠,٠٣٤	٠,٠٣٨	٠,١٩٦	النموذج المقترح RML

* تشير إلي وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوي ٩٩%.

المخاطر المالية بالشركة يمكن أن يفسر ٣,٨ % فقط من التغيرات التي تحدث في العائد علي سهم الشركة، ويشير ذلك إلي وجود عوامل أخرى بخلاف مستوي إدارة المخاطر المالية بالمنشأة تعتبر هامة ومؤثرة في عائد الأسهم بالسوق المصري.

وتشير المقاييس الإحصائية التي يتضمنها الجدول (١٢/٥) إلي أن هناك علاقة معنوية بين إدارة المخاطر المالية بشركات الدراسة وبين العائد علي السهم، إلا أن هذه العلاقة ضعيفة جداً حيث أن معامل الارتباط صغير ويبلغ ٠,١٩٦ فقط ولذلك كان معامل التحديد ضئيلاً إذ يبلغ فقط ٣,٨ %، ويعني ذلك إن التغير في مستوي إدارة

جدول (١٣/٥) خصائص العلاقة بين مستوي إدارة المخاطر المالية وبين عوائد الأسهم بشركات الدراسة

معاملات التحديد أكبر من ٥٠% ٩	المستوي الأكثر تكرارا ضعيف	قوة العلاقة					نوع العلاقة		بيان	المتغير التابع عائد السهم TSR
		مجموع	ضعيف	متوسط	قوي	تام	عكسية	طردية		
٩	ضعيف	٣٦	٢٣	١	١١	١	١١	٢٥	عدد	
٢٥%		١٠٠	٦٤	٣	٣٠	٣	٣١	٦٩	نسبة	

للشركات المصرية، ولم تظهر معاملات تحديد معنوية إلا في عدد ضئيل جداً من الشركات، وبنسبة ٢٥% فقط من مجموع شركات الدراسة.

ومن خلال جدول (١٣/٥) يمكن استخلاص ما يلي :

١. أنه في معظم الشركات وبنسبة تصل إلي ٦٩% من مجموع شركات الدراسة توجد علاقة طردية فيما بين مستوي إدارة المخاطر المالية وبين عوائد الأسهم.

٢. أنه في أغلب الشركات (و بنسبة ٦٤% من مجموعها) كانت العلاقة ضعيفة فيما بين مستوي إدارة المخاطر المالية وبين عوائد الأسهم

جدول (١٤/٥) نتائج تحليل الانحدار المتعدد التدريجي لعائد السهم علي الأدوات المقترحة لإدارة المخاطر المالية

معنوية T	قيمة t	المتغيرات المفسرة	مستوي المعنوية	F	Adj. R	R ²	R	أدوات التحليل لإحصائي أساس التحليل
٠,٠٢٣	٢,٢٩٢	X ₁₂						
٠,٠٠٣	٢,٥٥	X ₆	*٠,٠٠٠	٧,٢٧٩	٠,٠٨١	٠,٠٩٣	٠,٣٠٩	عائد السهم TSR
٠,٠١٢	٢,٥٢-	X ₁₁						

* تشير إلي وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى ٩٩,٩%.

العلاقة السالبة التي ظهرت فيما بين العائد علي السهم وبين المتغير (X11) لا تتوافق مع التوقعات النظرية، ولا تتوافق أيضاً مع مبدأ التغطية في التمويل وهو ما يؤكد أن ثمة عوامل أخرى بجانب المستوي النسبي في إدارة المخاطر المالية بالمنشأة يأخذها المستثمر في حسبانته عند تحديد أسعار الأسهم.

ويوضح جدول (١٤/٥) أن أهم أدوات إدارة المخاطر المالية بالمنشأة، والتي تؤثر علي عوائد الأسهم في السوق المصري هي: نسبة تغطية الأعباء المالية (X12)، نسبة التداول (X6)، ونسبة هيكل رأس المال إلي الأصول طويلة الأجل (X11) وهو ما يتوافق مع الإطار العام لفرض "الضغوط المالية" في نظرية إدارة المخاطر المالية بالمنشأة. إلا أن

٤/٤/٥- تحليل العلاقة بين إدارة المخاطر المالية بالشركة وبين مؤشر القيمة السوقية للأسهم إلي قيمتها الدفترية (M/B)

جدول (١٥/٥) العلاقة بين مستوي إدارة المخاطر المالية (RML) وبين مؤشر القيمة السوقية للأسهم إلي قيمتها الدفترية (M/B)

مستوي المعنوية	F	Adj. R	R ²	R	أدوات التحليل الإحصائي المتغير المستقل
*٠,٠٠٣	٩,٢٥١	٠,٠٣٢	٠,٠٣٦	٠,١٨٩	النموذج المقترح RML

* تشير إلي وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى ٩٩%.

ويعني ذلك إن التغير في مستوي إدارة المخاطر المالية بالشركة يمكن أن يفسر ٣,٦% فقط من التغيرات التي تحدث في مؤشر القيمة السوقية للأسهم إلي قيمتها الدفترية بالشركة ويشير ذلك إلي وجود عوامل أخرى بخلاف مستوي إدارة المخاطر المالية بالمنشأة تعتبر هامة ومؤثرة في مؤشر القيمة السوقية للأسهم إلي قيمتها الدفترية

وتشير المقاييس الإحصائية التي يتضمنها الجدول (١٥/٥) إلي وجود علاقة معنوية بين إدارة المخاطر المالية بشركات الدراسة وبين مؤشر القيمة السوقية للأسهم إلي قيمتها الدفترية (M/B) إلا أن هذه العلاقة ضعيفة جداً حيث أن معامل الارتباط صغير ويبلغ ٠,١٨٩ فقط. ولذلك فإن معامل التحديد لا يكاد يذكر؛ حيث يبلغ فقط ٣,٦%.

جدول (١٦/٥) خصائص العلاقة بين مستوي إدارة المخاطر المالية وبين مؤشر القيمة السوقية للأسهم إلي قيمتها الدفترية (M/B) بشركات الدراسة

المتغير التابع	بيان	قوة العلاقة					نوع العلاقة		عدد نسبة
		مجموع	ضعيف	متوسط	قوي	تام	عكسية	طردية	
M/B	عدد	٣٦	١٧	٢	١٥	٢	١٩	١٧	
	نسبة	١٠٠	٤٧	٦	٤١	٦	٥٣	٤٧	

من مجموع شركات الدراسة) كانت العلاقة ضعيفة فيما بين مستوي إدارة المخاطر المالية وبين المؤشر المالي (M/B)، ولم تظهر معاملات تحديد معنوية إلا في عدد ضئيل جداً من الشركات وبنسبة تصل إلي ٣٠,٥% فقط من مجموع شركات الدراسة

ويوضح جدول (١٦/٥) أن نصف الشركات تقريباً (وبنسبة لا تزيد عن ٥٣% من مجموع شركات الدراسة) توجد بها علاقة عكسية فيما بين مستوي إدارة المخاطر المالية وبين مؤشر القيمة السوقية للأسهم إلي قيمتها الدفترية (M/B). وأنه في نصف الشركات تقريباً (وبنسبة ٤٧%

جدول (١٧/٥)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد التدريجي لمؤشر القيمة السوقية للأسهم إلى قيمتها الدفترية علي الأدوات المقترحة لإدارة المخاطر المالية بالمنشآت المصرية

معنوية T	قيمة T	المتغيرات المفسرة	مستوي المعنوية	F	Adj. R	R ²	R	أدوات التحليل لإحصائي أساس التحليل
٠,٠٠٠	٦,٥٥٥	X ₁₀	*٠,٠٠٠	٣١,٠٥	٠,١٩٣	٠,٢٠٠	٠,٤٤٧	M/B
٠,٠٠٠	٣,٥٨٠	X ₂						

* تشير إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوي ٩٩,٩%.

ويوضح جدول (١٧/٥) أن أهم أدوات إدارة المخاطر المالية بالمنشأة، والتي تؤثر علي مؤشر القيمة السوقية للأسهم إلى قيمتها الدفترية (M/B) في سوق المال المصري هي نسبة إجمالي حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول (تحليل الحساسية) (X10) وكذلك معدل العائد علي حقوق

٦/٤/٥- مناقشة نتائج دراسة العلاقة بين إدارة المخاطر المالية وبين قدرة الشركات المصرية على تعظيم القيمة للمساهمين:

جدول (١٨/٥) أهم النتائج الخاصة بدراسة العلاقة بين إدارة المخاطر المالية بالمنشآت المصرية وبين قدرة المنشأة على تعظيم القيمة للمساهمين

علي مستوي كل شركة من شركات الدراسة		علي مستوي بيانات جميع شركات الدراسة		نتائج التحليل الإحصائي المؤشرات
درجة الارتباط الأكثر تكراراً	نسبة معاملات التحديد المعنوية	مستوي المعنوية	معامل التحديد	
		٠,٤٦٧	٠,٠١٦	الانحراف المعياري لعائد السهم (σ_{STR})
		٠,١٢٧	٠,٠٦٧	الانحراف المعياري لسعر إقفال السهم وقت إعداد القوائم (σ_{P1})
		٠,١٥٥	٠,٢٤٢	الانحراف المعياري لأعلي سعر خلال العام (σ_{P2})
		٠,١٢٢	٠,٠٥٩	الانحراف المعياري لأدني سعر خلال العام (σ_{P3})
		٠,٢٤٣	٠,٠٤٠	الانحراف المعياري للقيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية ($\sigma_{M/B}$)
ضعيف	٣٦%	٠,٠٠٠	٠,٠٥٦	سعر إقفال السهم وقت إعداد القوائم P1
قوي	٣٠%	٠,٠٠٠	٠,٠٥٦	أدني سعر خلال العام P2
ضعيف	٣١%	٠,٠٠٠	٠,٠٦٨	أعلي سعر خلال العام P3
ضعيف	٢٥%	٠,٠٠٤	٠,٠٢٨	عائد السهم (TSR)
ضعيف	٣٠,٥%	٠,٠٠٣	٠,٠٣٦	مؤشر القيمة السوقية للأسهم إلى قيمتها الدفترية (M/B)

المصدر : نتائج التحليل الإحصائي (الموضحة بالجدول من (٨/٥) إلى (١٦/٥)) .

استيعاب (أو تقييم) سوق المال المصري لمستويات إدارة المخاطر المالية بالمنشآت المصرية عند تحديد القيم السوقية لهذه المنشآت ؟ حيث يشير رفض تلك الفروض إلى أن نظرية إدارة المخاطر المالية لا تعمل بشكل جيد أو علي الأقل كما هو متوقع نظرياً في سوق المال المصري، وقد قدمت الدراسة الحالية فيما سبق بعض التفسيرات الأكثر احتمالاً لذلك .

ولكن ينبغي أن ندرك أن رفض "فروض نظرية إدارة المخاطر المالية" لا يعني رفض الإطار العام المقترح بالدراسة الحالية من أجل إدارة المخاطر المالية بالشركات المساهمة المصرية، حيث يمكن لتلك

وتقود النتائج الموضحة بالجدول (١٨/٥) إلى رفض الفرض الفرعي الثاني إجمالاً، وبحيث يمكن القول بأنه :

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية فيما بين مستوي إدارة المخاطر المالية بالمنشآت المصرية وبين قدرتها على تعظيم القيمة للمساهمين .

٥-٥ مناقشة صلاحية الأساليب والأدوات المقترحة بالدراسة لأجل إدارة المخاطر المالية بالمنشآت المصرية :

إن رفض فروض المجموعة الثانية بالدراسة (فروض نظرية إدارة المخاطر المالية) يجيب علي السؤال الأساسي بالدراسة، وهو: ما مدي

وكتافة أدوات إدارة المخاطر المالية التي تناسب كل منها ، وذلك كنتيجة طبيعية لاختلاف القطاعات الصناعية التي تنتمي إليها تلك الشركات.

٢ - أن سوق المال المصري يعد من الأسواق الناشئة، والتي لم يحدث بها استقرار قوي حتى الآن، كما أنها لم توصف بعد بأنها سوق كفاء. فلعل الأمر يحتاج إلي تطوير نماذج مناسبة كل فترة زمنية.

الشركات وكذلك المستثمرين في سوق المال المصري الاستفادة من الإطار العام لنظرية إدارة المخاطر المالية ، ويمكن تبرير ذلك بما يلي :

١ - أن عينة الشركات التي أمكن الاعتماد عليها بالدراسة الحالية تشمل شركات من صناعات متعددة ، ولذلك لا بد وأن تكون هناك اختلافات قد تكون جوهرية فيما بين تلك الشركات من حيث نوعية

جدول (١٩/٥) خصائص النماذج المقترحة للتمييز بين المنشآت المصرية بالاعتماد علي بيانات فترة زمنية واحدة فقط

المتغيرات الداخلية بالنموذج المقترح	نسبة التمييز الصحيح	مستوى المعنوية	درجات الحرية	كاف تربيع	قيمة لامدا	ارتباط كانونكل	قيمة ايجن	السنة
X _{4,5,7,10}	%٩٧,٢	٠,٠٠	٤	٤١,٢١	٠,٢٧٦	٠,٨٥١	٢,٦٢٥	٢٠١٢
X _{4,5,7}	%٩٤,٤	٠,٠٠	٣	٣٤,٨١	٠,٣٤٣	٠,٨١١	١,٩١٨	٢٠١٣
X _{5,10,1}	%٩١,٧	٠,٠٠	٣	٣٩,٠٩	٠,٣٠٠	٠,٨٣٦	٢,٣٣٠	٢٠١٤
X _{4,5,1,2}	%٩٧,٢	٠,٠٠	٤	٤٥,٩٥	٠,٢٣٨	٠,٨٧٣	٣,٢٠٤	٢٠١٥
X _{5,10,2,11}	%٩٧,٢	٠,٠٠	٤	٥٧,٤٧	٠,١٦٦	٠,٩١٣	٥,٠٢٦	٢٠١٦
X _{5,10}	%٩١,٧	٠,٠٠	٢	٣٦,٦٩	٠,٣٢٩	٠,٨١٩	٢,٠٤٠	٢٠١٧
X _{4,5,7,1,13}	%٩٧,٢	٠,٠٠	٥	٣٨,٩٠	٠,٢٩١	٠,٨٤٢	٢,٤٢٨	٢٠١٨

المصدر : نتائج تحليل التمايز علي أساس سنوي، ملحق (١٤)، ص ٢٧٤ - ٢٧٦.

إن المقاييس الإحصائية الموضحة بالجدول (٢٠/٥) تشير إلي أن سوق المال المصري لا يأخذ بشكل كافي الخصائص المالية للشركات المساهمة المصرية وتشير أيضاً إلي أن رفض فروض المجموعة الثانية بالدراسة (فروض نظرية إدارة المخاطر المالية) ليس راجعاً إلي عدم صلاحية الأساليب والأدوات المقترحة بالدراسة الحالية لأجل إدارة المخاطر المالية بالشركات المساهمة المصرية، وأيضاً ليس راجعاً إلي انخفاض القدرة التفسيرية للنموذج (RML) المقترح بالدراسة، بل أن رفض فروض المجموعة الثانية بالدراسة يرجع بشكل أساسي إلي درجة الرشد لدي المستثمرين بسوق المال المصري، وبحيث يمكن القول أن سوق المال المصري غير عادل وغير توازني، أي أنه سوق غير كفاء .

٣ - أنه بمراجعة القدرة التفسيرية للنموذج (RML) المقترح بالدراسة بالنسبة للمؤشرات السوقية للشركات المساهمة المصرية ومقارنتها بالقدرة التفسيرية للنموذج (Z) الأكثر شهرة وقبولاً في الدراسات المالية بالنسبة لنفس المؤشرات السوقية للشركات المساهمة المصرية، نجد أن المقاييس الإحصائية وكما هو موضح بالجدول (٢٠/٥) تشير إلي وجود علاقة معنوية بين كل مؤشر من المؤشرات السوقية " كمتغير تابع " وبين أي من النموذجين (RML) أو (Z) " كمتغير مستقل " ، ولكن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية ، سواء تم الاعتماد علي النموذج (RML) المقترح بالدراسة، أو تم الاعتماد علي النموذج (Z) .

جدول (٢٠/٥) أهم النتائج الخاصة بدراسة العلاقة بين المؤشرات السوقية للشركات المساهمة المصرية وبين كل من النموذجين (RML) و(Z)

العلاقة مع النموذج (RML) كمتغير مستقل		العلاقة مع النموذج (Z) كمتغير مستقل		نتائج التحليل الإحصائي المؤشر (المتغير التابع)
مستوي المعنوية	معامل التحديد	مستوي المعنوية	معامل التحديد	
٠,٠٠٠	٠,٠٥٦	٠,٠٠٠	٠,١٧١	سعر إقفال السهم وقت إعداد القوائم P1.
٠,٠٠٠	٠,٠٥٦	٠,٠٠٠	٠,١٣٩	أدني سعر خلال العام P2 .
٠,٠٠٠	٠,٠٦٨	٠,٠٠٠	٠,١٧٩	أعلي سعر خلال العام P3 .
٠,٠٠٤	٠,٠٢٨	٠,٠٠٤	٠,٠٢٨	عائد السهم (TSR) .
٠,٢٩٩	٠,٠٠٤	٠,٠١٢	٠,٠٢٥	مؤشر القيمة السوقية للأسهم إلي قيمتها الدفترية M/B
٠,٠١٦	٠,٠٢٣	٠,٠٠٠	٠,١٠٥	تكلفة الاقتراض.
٠,٠٠٠	٠,٤٢٣	٠,٠٠٠	٠,١٦١	مؤشر جاذبية الشركة للأموال الدائنة.

الدراسة، ومعاملات التحديد المعنوية لا تمثل سوى نسبة صغيرة من مجموع شركات الدراسة .

أنه يمكن القول أن هناك اتساقاً ضعيفاً فيما بين توقعات نظرية إدارة المخاطر المالية وبين سلوك المستثمرين في سوق المال المصري، وهو ما يعني أن نظرية إدارة المخاطر المالية لا تعمل بالشكل المتوقع منها في سوق رأس المال المصري، وبالتالي لا يصلح علي الأقل في الوضع الراهن الاعتماد عليها بمفردها كنموذج لتفسير سلوك المستثمرين في سوق المال المصري .

أن المقاييس والمؤشرات الإحصائية تقترح أن يتم رفض فرض المجموعة الثانية بالدراسة (فرض نظرية إدارة المخاطر المالية) ، وبحيث يمكن القول أنه :

(أ) لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية فيما بين مستوى إدارة المخاطر المالية بالمنشآت المصرية وبين قدرتها على جذب الأموال الدائنة بشروط أفضل.

(ب) لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية فيما بين مستوى إدارة المخاطر المالية بالمنشآت المصرية وبين قدرتها على تعظيم القيمة للمساهمين .

التوصيات

١. الحاجة إلي نشر الوعي الاستثماري لدى المستثمرين بالسوق المصري، وبخاصة من ناحية كيفية تقييم الحالة المالية المتوقعة للشركة، ودرجة المخاطرة التي تنطوي عليها استثماراتهم الحالية والمستقبلية فيها، ودون التركيز فقط علي العائد المتوقع، حتى يستطيع هؤلاء المستثمرين تحديد العائد المناسب وبما يجعل القرارات الاستثمارية أكثر رشداً .

٢. الحاجة إلي تشجيع الأفراد للاتجاه نحو الاستثمار عن طريق البورصة وبما يزيد من المنافسة في سوق المال المصري والتي ستؤدي إلي زيادة الوعي الاستثماري ، وزيادة كفاءة عمليات التقييم للمنشآت المصرية التي تتداول أوراقها المالية في ذلك السوق.

٣. الحاجة إلي تطوير آليات مناسبة تعمل علي زيادة فعالية السوق في توجيه ورقابة الشركات المصرية، وكذلك إجبار تلك المنشآت على سرعة نشر كافة المعلومات الصحيحة التي توضح خصائصها تلك الشركات من ناحيتي العائد والمخاطرة، وبما يمكن المستثمرين من تقييم هذه الشركات من حيث قدرتها على خلق القيمة، و يساعدهم علي اتخاذ القرارات الاستثمارية بدرجة عالية من الرشد الاقتصادي .

وعلي ضوء الأهداف التي تسعى إليها الدراسة الحالية يمكن القول أن الإطار العام المقترح بالدراسة الحالية يتسق مع النموذج (Z)، فضلاً عن ما يلي :

١ - أن الإطار العام المقترح بالدراسة الحالية يعتمد علي أساس نظري.
٢ - أن الإطار العام المقترح (وبالتالي النماذج القياسية التي يمكن تطويرها بالاعتماد علي هذا الإطار العام) يوجه المدير المالي بالمنشأة وبشكل مباشر إلي أساليب وأدوات محددة لأجل إدارة المخاطر المالية بالمنشأة (وهو موضوع الدراسة الحالية) .

نتائج البحث:

أن الهدف الذي يجب أن تضعه إدارة المنشأة نصب أعينها وتتخذه معياراً ومرشداً لقراراتها المختلفة هو "تعظيم ثروة الملاك"، وأن المدخل الإداري الذي يفضل الاعتماد عليه في ذلك هو: "مدخل خلق القيمة"، وهو مدخل لإدارة المنشآت موجه بالقيمة السوقية لحقوق المساهمين. ولذلك أصبح من الضروري أن تقوم إدارة المنشأة بالمتابعة والاعتماد علي المؤشرات السوقية للأسهم، كمقياس لكفاءتها وقدرتها من وجهة نظر السوق في تحقيق الهدف الذي وجدت المنشأة أساساً من أجله، وهو تعظيم ثروة المساهمين.

أن المقاييس والمؤشرات الإحصائية الخاصة بتحليل الارتباط أو الانحدار تشير إلي وجود علاقة عكسية ومعنوية في معظم الشركات المساهمة المصرية وذات دلالة إحصائية في الكثير منها فيما بين استخدام الشركات للأساليب والأدوات التي يتضمنها الإطار العام المقترح بالدراسة وبين احتمال تعرض هذه الشركات لمشاكل أو ضغوط مالية وبذلك تم قبول فرض الأول بالدراسة.

أن المقاييس والمؤشرات الإحصائية تشير إلي عدم وجود اتساق قوي فيما بين توقعات نظرية إدارة المخاطر المالية وبين سلوك المستثمرين في سوق المال المصري، وبحيث يمكن القول أن نظرية إدارة المخاطر المالية لا تعمل بالشكل المتوقع منها في ذلك السوق، وبالتالي لا يصلح الاعتماد عليها بمفردها كنموذج لتفسير سلوك المستثمرين أو ممارسات الشركات المساهمة المصرية في سوق المال المصري وبذلك تم رفض الفرض الثاني بالدراسة.

أنه يمكن القول أن هناك علاقات معنوية فيما بين مستوى إدارة المخاطر المالية بالشركات المساهمة المصرية وبين قدرة المنشأة على جذب الأموال الدائنة بشروط أفضل، وكذلك قدرتها علي تعظيم القيمة للمساهمين، إلا أن هذه العلاقات ضعيفة في أغلب شركات

Abstract

The financing literature indicates that the financial risk management of the entity plays a significant role in maximizing the value of the enterprise, which leads to a lower rate of return required by the financiers. Therefore, the theory expects that the company's management of financial risks will increase the company's ability to attract credit funds on better terms, and increase the Company's ability to maximize shareholder value.

Results: Financial risk management is one of the sub-strategies of the enterprise's value creation approach. As it contributes to the preservation of the wealth of shareholders from partial or total loss, by: Protecting the company against financial risks, which increases the level of confidence of investors and increases their interest in financing the establishment, thus contributing to reduce the rate of return they demand on their investments in the establishment, which leads to an increase in the value of the enterprise in the money market.

Keywords: Wealth Maximization, Value creation, Financial distress, Financial risk management.

المراجع

المراجع العربية:

الشجيري، محمد حويش علاوي، (٢٠١٠). أثر جودة الإبلاغ المالي في قيمة المنشأة دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الراصد الجامعية، العدد ٢٦، العراق.

بروال، نسمة، (٢٠١١). استراتيجية إدارة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة العربي بن مهيدي، الجزائر.

يوسف، عائشة موسى محمد، (٢٠١٦). الطرق والسياسات المحاسبية البديلة وأثرها على تعظيم قيمة المنشأة وترشيد القرارات الإدارية (دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية، رسالة دكتوراة غير منشورة، جامعة النيلين، السودان.

يوسف، مها رفيق محمد، (٢٠١٨). أثر عمليات التريق المصرفي على إدارة مخاطر السيولة، المؤتمر الدولي الثاني لإدارة المنظمات الصناعية والخدماتية الممارسات الحالية والتوجهات المستقبلية، مصر.

المراجع الأجنبية:

Cebenoyan, S.A., Strahan, P.E, "Risk management, capital structure and lending at banks", Journal of Banking and Finance 28, 2004.

Meile Jasienè, et al, "Bank Liquidity Risk: Analysais And Estimates", Journal of Business, Management and Education, 2012, volume 10, Issue 2