

المشتقات المالية من تسيير المخاطر المالية الى خلق القيمة في المؤسسة: دراسة تطبيقية Financial derivatives from managing financial risk to create value: Applied Study

منال بلعابد^{1*}، غفوري ليلي²

¹ جامعة باجي مختار-عناية

² جامعة باجي مختار-عناية

تاريخ الاستلام: 20/11/2020 تاريخ القبول 31/12/2022

ملخص:

تهدف الدراسة لتحديد أثر استخدام المشتقات كأداة لتسيير المخاطر المالية على خلق القيمة في المؤسسة. باستخدام نموذج الانحدار لبيانات البانل على 38 مؤسسة كويتية للفترة من 2014-2018، توصلت النتائج لوجود أثر ايجابي لاستخدام المشتقات على خلق القيمة، كما أن المؤسسات عالية الرفع المالي وذات عوائد مرتفعة كان لها دافع أكبر للجوء للمشتقات للتحوط.
الكلمات المفتاحية: مخاطر مالية، مشتقات، تمويل، خلق القيمة، تحوط

Abstract:

The study aims to determine the effect of financial derivatives as tool to manage financial risk on creating firm value.

Using regression model for the panel data on 38 Kuwaiti companies for 2014 to 2018. The results concluded a positive effect of using derivatives to manage financial risks to create value, also firms with financial leverage and high returns are more motivated to use derivatives for hedging.

Keywords : Financial risk, Derivatives, financing, value create, Hedge.

Résumé :

L'étude vise à déterminer l'effet de l'utilisation des produits dérivés comme outil de gestion des risques financiers sur la création de valeur des entreprises. En utilisant un modèle de régression pour les données de panel de 38 entreprises koweïtiennes pour la période 2014-2018, les résultats ont montré que l'utilisation de produits dérivés avait un effet positif sur la création de valeur et que les entreprises à fort effet de levier avec des rendements élevés étaient plus incitées à recourir aux dérivés pour se couvrir.

.Mots clés: risque financier, dérivés, financement, création de valeur, couverture.

*اسم مرسل: بلعابد منال manel.belabed@univ-annaba.org

1- تمهيد :

ان تعقد النظام المالي وتعاقب الأزمات والتقلبات التي تشهدها الأسواق المالية مع الاعتماد المتزايد لنظام الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة جعل الخطر المالي صفة ملازمة لنشاط المؤسسة مما صعب التخطيط للأنشطة والمشاريع نتيجة تقلب التدفقات النقدية. ساهمت الهندسة المالية في ابتكار المشتقات كأدوات للتحوط التي سرعان ما انتشر استخدامها نتيجة العولمة والتكنولوجيا. ومع بروز منظور القيمة في الأسواق المالية وتركيز الإدارة على تعظيم قيمتها السوقية لتحقيق مصالح المساهمين كانت تحت دافع أكبر لتسيير مخاطرها المالية بأكثر نجاعة لضمان ثبات تدفقاتها المستقبلية ورفع قيمة أسهمها، وقد استعانت العديد من المؤسسات بالمشتقات لتقليل أثر مخاطر السوق خاصة مخاطر أسعار الصرف والفائدة.

يؤثر تسيير المخاطر المالية على السياسة المالية التي تربط قرارات التمويل والاستثمار. حسب نموذج مودجيني وميلر الذي يقوم على افتراض كفاءة الأسواق المالية بحيث يعتبر أن القرارات المالية بما فيها تسيير المخاطر لا تساهم في خلق القيمة، فقد كان يربط قيمة المؤسسة بقدرتها على توليد تدفقات نقدية أما المخاطرة فيمكن التخلص منها من خلال مبدأ التنويع. لكن في ظل غياب كفاءة الأسواق المالية وجود حالة عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة والافلاس تظهر عدة عوامل تؤثر على الهيكل المالي، وقد كانت المساهمة الأكبر لأعمال ستولز وميرز. ان تقليل تقلب التدفقات النقدية المستقبلية يقلل خطر العسر المالي، ويمكن من الحصول على موارد داخلية ثابتة لتمويل استثمارات ذات مردودية عالية، كما يقل اللجوء للتمويل الخارجي او تخفيض تكلفة رأسمال من خلال تحسين ملاءة المؤسسة وقدرتها على تحقيق عوائد ثابتة للمساهم تفوق تكلفة رأسمال وهو ما يساهم في خلق القيمة

الاشكالية: سنحاول في هذه الدراسة اختبار تأثير تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة من خلال الاجابة على الاشكالية

التالية:

هل تساهم المشتقات كأداة لتسيير المخاطر المالية في خلق قيمة في المؤسسة؟

الإجابة على هذه الإشكالية تتطلب الإجابة على التساؤلات الفرعية التالية:

- كيف يتم تسيير المخاطر المالية في المؤسسة؟
- كيف يساهم تسيير المخاطر المالية في خلق قيمة في المؤسسة؟
- أين يظهر تأثير استخدام المشتقات كأداة للتحوط على خلق القيمة ؟

فرضيات الدراسة:

- 1- استخدام المشتقات لتسيير المخاطر المالية له أثر ايجابي على خلق قيمة للمؤسسة.
- 2- المؤسسات التي تستخدم المشتقات لتغطية المخاطر المالية لها قيمة سوقية أكبر
- 3- هناك علاقة ايجابية بين استخدام المشتقات وتقليل تكاليف العجز المالي والوكالة

أهمية الدراسة:

تنبع أهمية الدراسة من خلال ابراز استراتيجية تسيير المخاطر المالية للمؤسسة باعتماد المشتقات التي تسمح بتحويل الخطر مما يساهم في دعم قدرتها التنافسية، تقليل تكاليف المعاملات، وخلق قيمة مضافة. وتعتبر هذه الدراسة كتحفيز للمؤسسات لاستخدام المشتقات.

أهداف الدراسة:

من خلال الفرضيات المطروحة نسعى لتحقيق الأهداف التالية:

- تحليل أثر تسيير المخاطر المالية على تخفيض تكاليف المعاملات
- تحديد كيفية مساهمة أنشطة تسيير المخاطر المالية في خلق قيمة للمؤسسة
- تحليل أثر استخدام المشتقات على قيمة المؤسسة

منهج الدراسة:

من أجل اختبار الفرضيات تم اتباع المنهج الوصفي التحليلي من خلال الاعتماد على الأدبيات والدراسات السابقة لتغطية الجانب النظري، واعتماد نموذج الانحدار الخطي لبيانات البانل لدراسة العلاقة بين المتغيرات باستخدام برمجية Eviews10

الدراسات السابقة:

- Danijela Milos Spric and others “Does enterprise risk management influence market value” Macmillan Publishers risk management

تم الدراسة على عينة من 258 مؤسسة مدرجة في السوق الأمريكي للفترة من 2003-2012 لتحديد أثر ادارة المخاطر على القيمة السوقية للشركات غير المالية وقد أظهرت النتائج تأثير ايجابي لاستخدام أنشطة تسيير المخاطر على قيمة المؤسسة في المدى القصير لكن يتلشى تأثيرها على المدى الطويل.

- Peng-fei Wang, Shi Li, Jian Zhou « Financial risk management and enterprise value creation"

تمت الدراسة على عينة من 217 شركة معادن مدرجة في بورصة شنغهاي للفترة من 2002-2008 لتحديد أثر استخدام المشتقات لتغطية المخاطر المالية على قيمة المؤسسة وقد أظهرت النتائج وجود علاقة ايجابية بينهما.

- Louati Houda thèse doctorat « les déterminants de la qualité de la gestion intégré des risque et impact sur la valeur »

أثبتت الدراسة على عينة من 203 مؤسسة كندية للفترة من 2011 الى 2013 أن حجم المديونية وفرص النمو هي من تؤثر على كفاءة التسيير للمخاطر، وايجاد علاقة ايجابية بينها وبين قيمة المؤسسة

- مقال علمي لصابر عباسي "أهمية تسيير الخطر الضريبي لرفع قيمة المؤسسة" قام باختبار عينة من م 10 مؤسسات أجنبية صناعية ومؤسسات جزائريتين للفترة من 2006-2013 باستخدام الانحدار الخطي المتعدد توصل الى وجود علاقة ايجابية بين تسيير الخطر الضريبي وقيمة المؤسسات الأجنبية على عكس الجزائرية.

- جمال معنوق رسالة دكتوراه "ادارة المخاطر المالية في ظل مشتقات الهندسة المالية" قامت بدراسة تأثير استخدام المشتقات على خطر السوق في كل من بورصة الكويت وتركيا للفترة من 1999-2005 و 2005-2015 ووجد أن في سوق تركيا أن المؤسسات الكبيرة هي من استفادة من استخدام المشتقات بانخفاض المخاطرة على عكس المؤسسات المتوسطة والصغيرة كما وجد انخفاض جزئي للخطر في بورصة الكويت مقارنة بالأسواق العربية

متغيرات الدراسة:

من أجل اختبار العلاقة بين كفاءة استخدام المشتقات لتسيير الخطر المالي وقيمة المؤسسة تم اعتماد المتغيرات التالية:

المتغير المستقل: القيمة السوقية المضافة

المتغير التابع: استخدام المشتقات في تسيير المخاطر من عدمه

متغيرات الضبط: نسبة السيولة السريعة، نسبة المديونية، العائد على الأصول، نسبة النمو، نسبة مساهمة كبار المساهمين، حجم المؤسسة وعمرها.

1.1- ماهية المخاطر المالية:

يعرف الخطر على أنه احتمال التعرض لخسارة مالية نتيجة تقلبات السوق، تعد المخاطر المالية كمصدر للخسائر المحتملة في الأسواق المالية نتيجة تقلبات المتغيرات المالية وتكون في العادة مصاحبة لنظام الاستدانة حيث تكون المؤسسة في وضع لا تستطيع مقابلة التزاماتها المالية. يعود مصدر الخطر لحالة عدم التأكد التي قد تنتج عنها خسائر في حال انخفاض العوائد المحققة عن المتوقعة، مما قد يجعل المؤسسة غير قادرة على تلبية التزاماتها. (معتوق، 2017، صفحة 169) ويمكن حصر نوعان من المخاطر المالية:

1- المخاطر العامة وهي المخاطر الناشئة عن التغيرات في أسعار السوق المالي من أسعار الفائدة، الصرف، الأسهم وأسعار السلع الأساسية.

2- المخاطر الخاصة وهي المخاطر الناتجة عن الأعمال الداخلية وإخفاقات المؤسسة من خطر نقص السيولة، سوء التخطيط، أخطاء الإدارة... (Horcher, 2005, p. 8)

2.1- تسيير المخاطر المالية:

ان تسيير المخاطر المالية بالمؤسسة يتضمن القيام بالأنشطة الخاصة بتحديد المخاطر التي تتعرض لها، قياسها، والتعامل مع مسبباتها، والآثار المترتبة عليها، من خلال تحديد مستوى مقبول من المخاطر المحتملة وتطوير استراتيجية لتسييرها. ان الغرض الرئيسي لتسيير المخاطر المالية بالمؤسسة يتمثل في تدنية الخسائر المحتملة وتمكين المنشأة من التطور وتحقيق أهدافها بشكل أكثر فعالية وكفاءة. (فاطمة، 2017، صفحة 420) ويتم تسيير الخطر من خلال المراحل التالية:



المصدر: من اعداد الباحثين باستخدام عدة مراجع

على ضوء نظرية التمويل يسعى تسيير المخاطر المالية بتغيير العلاقة بين العائد والمخاطر بهدف تعظيم القيمة حيث يتم التعامل مع المخاطر المالية بإحدى الطرق التالية:

- إعادة الهيكلة: أصبحت من الاستراتيجيات الرئيسية وتتمثل في:

أولاً : إعادة هيكلة الأصول : من خلال تغير هيكل الأصول لتحقيق الاستخدام الأعلى قيمة للموارد، أو لتوفير الضرائب أو للتخلص من التدفق النقدي الزائد.

ثانياً : إعادة هيكلة التمويل : تركز على تغيير هيكل الملكية، وذلك من أجل إدارة المخاطر المالية - وبخاصة لتدنية خطر الإفلاس، أو مشكلة وتكاليف الوكالة -

التأمين: من خلال نقل الخطر لطرف آخر شرط أن يكون قابل للتأمين

مؤامة الأصول والخصوم من خلال اجراء مقارنة للقيمة السوقية لكل منها والمحافظة على المساواة فيما بينهما لمعالجة مخاطر تأثير أسعار الفائدة والصرف خاصة.

التنويع : يتم تقليل المخاطر من خلال تنويع المحفظة، أو نشاطها بالإضافة للعملاء والموردين لتقليل درجة التركيز (متولي، 2010، الصفحات 50-52)

التحوط: يتم من خلال المشتقات المالية تعدد من منتجات الهندسة المالية التي تسمح بتحديد الخطر كلياً من خلال نقله لطرف آخر يقلل تحمله ويبحث عنه. مما يجعل عملية تسير الخطر أكثر كفاءة، فهي التي تعتمد عليها الطرق الحديثة في تسير الخطر. تعرف على أنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار هذا الأصل. فهي تمثل أدوات مالية يتم من خلالها بيع أو شراء المخاطر المالية في السوق، (سهام، 2015، صفحة 36) وتندرج تحتها الأنواع التالية:

المبادلات	الخيارات	العقود الآجلة	المستقبليات
• اتفاق بين طرفين أو أكثر يتم فيخ استبدال تدفقات حالية بأخرى مستقبلية لتغطية تغيرات الصرف أو الفائدة	• هي عقود تعطي لصاحبها الحق في شراء أو بيع أصل ما بسعر ثابت في تاريخ معين أو قبله مقابلة مكافأة	• عقد لشراء وبيع كمية محددة من أصل معين بمواصفات محددة في تاريخ مستقبلي، يتم تداولها في الأسواق الغير منظمة	• عقود نمطية على الموجودات يتم تداولها في الأسواق المنظمة تقتضي بتسليم كمية محددة من الأصل بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التنفيذ آجلاً

المصدر: هشام طلعت، غضنفر عباس، ' استخدام أدوات الهندسة المالية في التحوط والمضاربة' مجلة الادارة والاقتصاد جامعة مستنصرية، المجلد 42 العدد 2019/118 ص 102-103)

تسمح المشتقات بتثبيت أسعار التكاليف أو الإيرادات مثل ابرام عقد آجل مع مورد رئيسي لتثبيت تكلفة المواد الأولية والتحوط من ارتفاع أسعارها مستقبلاً. أو ابرام عقد آجل مع عميل لتثبيت المبيعات والتحوط من انخفاض الأسعار (Hassen, 2012, p. 60)

في الأسواق المالية تستخدم المؤسسات المصرفية والمالية المشتقات للتحوط ضد المخاطر النظامية أو المضاربة أو المراجحة، وقد أثبتت نجاعتها خاصة في تقليل تقلبات أسعار الصرف والفائدة. (Bendima, 2019, p. 55)

3.1 - مفهوم خلق القيمة في المؤسسة:

تم التطرق للمفهوم أول مرة من طرف Borawn Donaldson عند تقييم مؤسسة جنرال موتورز "إن هدف التسيير ليس بالضرورة تحقيق مردودية عالية على رأسمال ولكن على الأقل أن كل نمو في النشاط يحقق ربح مساوي لتكلفة رأسمال الاضافي المطلوب".

لكن مع التطور الاقتصادي تطور مفهوم خلق القيمة كما يلي: "عملية خلق القيمة تعني تحقيق مردودية على الاستثمار أعلى من معدل العائد المطلوب من قبل أصحاب رأسمال، وهنا تخلق القيمة اذا كان مردودية أصل أكبر من تكلفة تمويله. (نايت، 2018، صفحة 58)

توجد عدة مؤشرات لخلق القيمة في المؤسسة من أهمها:

- **نموذج القيمة الاقتصادية المضافة EVA:** تعد أفضل مقاييس الادارة تم انشاؤها من طرف Geyser Liebenberg، تمثل طريقة تحفيزية بقياس كفاءة المسيرين خاصة عند ربط مكافآتهم بهذا المؤشر، كما تقيس العوائد الحقيقية للأموال المستثمرة وتقلل مشاكل الوكالة لأن تعظيمها من مصلحة المسير والمساهم، وتحسب:

القيمة الاقتصادية المضافة = صافي الأرباح الناتجة عن العمليات التشغيلية بعد الضريبة - (تكلفة رأسمال * أرس المال المستثمر)

- **القيمة السوقية المضافة MVA:** أفضل مقياس للأداء الخارجي للمؤسسة وهي مقياس تراكمي لأداء الشركة، يقدم هذا المؤشر القيمة المضافة التي تستطيع المؤسسة اكتسابها من السوق بالإضافة للقيمة التي حققتها من نشاطها الداخلي، وتحسب كما يلي: (دلول، 2017، صفحة 470)

ق س م = القيمة السوقية لحقوق الملكية - القيمة المحاسبية لحقوق الملكية

- **نسبة Q TOBIN**

وضعت من طرف جيمس توبين سنة 1969 كمؤشر للتنبؤ بالربحية المستقبلية للاستثمار يحدد من خلال مقارنة القيمة السوقية للمؤسسة والقيمة الاستبدالية للأصول، يحسب كما يلي

$$Q = \frac{\text{valeur de marche des actifs}}{\text{cout de remplacement des actifs}}$$

وحسب توبين فان معدل الاستثمار يجب أن يحدد على أساس Q TOBIN التي تقيس فرص النمو كما تعني زيادة العائد الحقيقي كلما زادت هذه النسبة عن تكلفة رأسمال. (Barenato, 2015, p. 241)

4.1- تأثير تسيير المخاطر على خلق القيمة:

يعد موضوع المخاطر المالية وأثرها على هيكل رأس المال في المؤسسة من المواضيع التي نالت حظا وافرا من النقاش والبحث قديما وحديثا. وقد أثرت جدل حول التأثير على قيمة الشركة من عدمه.

• تسير المخاطر لا يؤثر على خلق القيمة:

حسب نموذج CAPM الذي يحدد العائد المتوقع للسهم من خلال اضافة علاوة المخاطرة للعائد الخالي من الخطر، ويقتصر هذا النموذج على الخطر النظامي الغير قابل للتنوع الذي يقاس بمؤشر β بينما الخطر الخاص يمكن الغاء أثره من خلال التنوع في المحفظة. ويجد هذا النموذج أن قرارات تغطية المخاطر المالية لا تؤثر على قيمة المؤسسة، حيث يمكن للمستثمر ادارة مخاطره بنفسه، كما أن تكلفة التحوط قد تخفض من ثروة المساهم. (Spric, 2013, p. 18)

ان ارتفاع حساسية المؤسسة للمخاطر النظامية يزيد من تكلفة رأسمالها وهو ما يساهم في انخفاض قيمة أسهمها، خاصة في ظل الأزمات حيث تكون هذه الشركات أكثر عرضة للزوال لذلك لابد من اعتماد أدوات تقلل من آثار مخاطر السوق عليها.

أعمال مودجيني وميلر: بناء على مقال تأثير الهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة يجد كل منهما بأن القرارات المالية بما فيها تسير المخاطر المالية لا يؤثر على قيمة المؤسسة والتي ترتبط بقدرة المؤسسة على القيام باستثمارات تزيد من التدفقات النقدية التشغيلية مهما كان هيكل التمويل المعتمد. (Andersen, 2012, p. 12)

تستمد هذه النظرية جدورها في ظل غياب الضرائب وكفاءة الأسواق المالية، يكون للمستثمر جميع المعلومات عن المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة ويمكنه اختيار الادوات المناسبة لإدارة مخاطرها، لكن في حال وجود الضرائب يظهر تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة من خلال ميزة الوفر الضريبي للديون، حيث تسمح أنشطة ادارة المخاطر بتحسين ملاءة المؤسسة ورفع المديونية للمستوى الأمثل لتقليل تكلفة رأسمال. (Cliché, 2000, p. 10)

• تسير المخاطر يؤثر على خلق القيمة:

لقد تم بناء النماذج السابقة على فرضيات كفاءة الأسواق وغياب تكاليف المعاملات، وقد كانت المساهمة الكبرى في مجال ادارة المخاطر لأعمال Myers & Stulz 1984 الذي يعتمد على النظرية المالية الحديثة لتحليل العلاقة بين أثر ادارة المخاطر وخلق القيمة في المؤسسة من خلال الاعتماد على تكاليف الضرائب، الافلاس والوكالة كما يلي: (Spricc, 2016, pp. 70-72)

- الدخل الضريبي: اقترح سميث وستولز 1985 نظرية المرونة الضريبية، بحيث وجد أن المؤسسة التي لديها مرونة ضريبية تميل أكثر لاستخدام المشتقات للتحوط وبالتالي يمكنهم الاستفادة من الوفر الضريبي وخلق قيمة.

كما تعمل أنشطة تسير المخاطر على توزيع الدخل في مجالات مختلفة وعبر سنوات لتقليل الضرائب المدفوعة، كما أن تغطية المخاطر يزيد من ملاءة المؤسسة من خلال تثبيت الايرادات المالية ويمكن من الاستفادة من مزايا الرفع المالي. (Peng-fei, 2010, p. 7)

- تكاليف العجز المالي: ان عدم قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتهم في تواريخها يجعلها في خطر الافلاس التي يترتب عنه تكاليف مباشرة من أتعاب المحامين وتكاليف الاخلال بالعقود، وتكاليف غير مباشرة كخطر خسارة عملاء، موردين أو عمال مما يفقد القدرة التنافسية ووجود هذه التكاليف يخفض قيمة المؤسسة. كما أنه مع زيادة لاحتمال العجز المالي قد يلجأ الدائنين لفرض شروط تقييدية على المؤسسة مثل رفع معدل العائد أو تقليص تواريخ السداد مما قد يزيد من تدهور الوضعية المالية.

ان تخفيض احتمال العجز المالي، يزيد في ثروة المساهم من خلال تحسين ملاءة المؤسسة وتمكينها من الحصول على قروض جديدة بشروط تعاقدية أفضل لتحقيق مستوى مثالي للمديونية للتمتع بمزايا الرفع المالي وتقليل تكلفة الدين. (Constantin, 2003, p. 248)

- تكاليف الوكالة: تعود هذه النظرية لكل من مكلنج وجونسيون 1976 والتي تقوم على تصور تعاقدى للمؤسسة، الذي قد ينشأ عنه تضارب المصالح بين الطرفين وعدم تماثل المعلومات فيما بينهما نتيجة حالة عدم التأكد. ان تفويض السلطة للمسيرين يخلق بينهما تكاليف وكالة مع المساهمين والدائنين منها ضياع فرص استثمارية، وزيادة تكاليف العجز المالي حيث مع وجود درجة مخاطرة واعتماد على الديون كمصدر تمويلي قد يؤدي ذلك لتقليل قيمة المؤسسة من خلال رفض المساهمين لاستثمارات مربحة نتيجة ضعف العوائد كما يتم فرض شروط تقييدية من طرف الدائنين. حسب Myers 1977 فان الشركات المهددة بالإفلاس لا يكون لدى المساهم دافع للاستثمار حتى لو كان مشروع يحقق قيمة حالية موجبة لأن هو من يتحمل تكاليف المشروع وخطر أكبر بعدم تحصيل أمواله في حال التصفية. ان أنشطة تسيير المخاطر المالية تمكن من تقليل تقلب التدفقات النقدية والتي يمكن من خلالها تقليل تكاليف الوكالة كما يلي:

- تقليل حالة عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية وبالتالي تخفيض تكلفة الدين من خلال ضمان إيرادات ثابتة تغطي الالتزامات.

- تخفيض احتمال العجز المالي وتحسين العلاقات التعاقدية بين أصحاب المصالح من خلال تعزيز سمعة الشركة مما يقلل الأخطار الخلقية للوكالة.

- تقليل مشكل ضعف الاستثمار بتوفير تدفقات ثابتة والتي تعد موارد تمويلية داخلية تحفز المساهم للاستثمار وتقلل الحاجة للتمويل الخارجي (Louati, 2017, p. 68)

باعتماد المشتقات كأدوات للتحوط يتم نقل الخطر لطرف آخر مما يسمح للمؤسسة في ضمان ثبات تدفقاتها المستقبلية. ان مخاطر الصرف والفائدة كانت لها آثار وخيمة على المؤسسات وقد أثبتت المشتقات أنها أفضل أداة لتقليل خسائر الصرف خاصة باعتماد عقود الخيارات.

● تسيير المخاطر المالية في النظرية المالية الحديثة:

وفق للنظرية المالية الحديثة فان قيمة المؤسسة تشمل في مجموع التدفقات النقدية المحينة بمعدل الخصم الذي يعكس درجة المخاطرة ويتم تحديده من خلال التكلفة المتوسطة المرجحة لرأسمال، كما تزداد التدفقات حسب معدل النمو مستقبلا وتكون كما يلي:

$$V_C = \frac{CF_i(1+g)}{WACC-g}$$

وبالتالي فان قيمة المؤسسة تتأثر بالعوامل السابقة:

● CF التدفقات النقدية المتولدة من الأصول المستخدمة أو الاستثمارات

• g معدل النمو المتوقع للتدفقات المستقبلية

• WACC معدل الخصم الذي يعكس درجة المخاطرة

وتقوم أنشطة تسيير المخاطر بالتأثير على قيمة المؤسسة من خلال المحددات السابقة كما يلي: (Spric, 2013, p. 19)

• تقليل تقلب التدفقات النقدية: تقوم أنشطة تسيير المخاطر بالتنسيق بين القرارات المالية والاستثمارية لتحقيق ثبات التدفقات النقدية، من خلال ادارة أفضل لأصولها الحالية لزيادة الأرباح التشغيلية وحجم رأسمال المستثمر، مثل ابرام عقود آجلة مع المورد الرئيسي مما يثبت تكاليف المواد، أو عقود آجلة مع عملاء لثبيت الإيرادات وحصة السوق. مما يزيد من اجتمال وجود موارد داخلية يمكن الاعتماد عليها لتمويل الفرص الاستثمارية مع تقليل الاعتماد على التمويل الخارجي المكلف، تستطيع المؤسسة تحقيق عائد أفضل ومعدل نمو أكبر (Boyer, 2005, p. 5)

• تخفيض تكلفة رأسمال: وفقاً لنموذج القيمة فان انخفاض تكلفة رأسمال يزيد من قيمة المؤسسة حيث يمثل معدل الخصم في نموذج التقييم والذي يعكس مستوى المخاطرة الحالي والمستقبلي، فاذا تم تسيير المخاطر بشكل مناسب يمكن تقليل تكلفة رأسمال من خلال ثبات التدفقات النقدية يتم تخفيض احتمال العجز المالي، كما قد تحصل المؤسسة على تصنيف ائتماني أفضل مما يحسن ملاءتها المالية ويسهل الحصول على الديون بتكلفة أقل وشروط تعاقدية أفضل، كما أن ثبات العوائد يخفض من تكلفة حقوق الملكية بتدني درجة المخاطرة، وهو ما يسمح بالوصول للمزيج الأمثل لتركيب رأسمال التي تحقق ميزة الوفر الضريبي وتخلق قيمة للمؤسسة. (Damodran, 2005, p. 40)

• رفع معدل النمو: تسمح أنشطة التحوط بالتفكير في دخول أسواق جديدة لاغتنام الفرص في استثمارات مربحة، وتزيد فرص النمو بارتفاع الأرباح المحتجزة التي يقبل المساهمين عدم توزيعها بعد تقييم مخاطرة الاستثمار وتوقع تدفقاتها (Spricc, 2016, p. 74)

2- الطريقة والأدوات:

2.1- بورصة الكويت:

تأسست بورصة الكويت، في أبريل من عام 2014م بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة أسواق المال في 2013، وقد حلت بورصة الكويت محل سوق الكويت للأوراق المالية وأصبحت البورصة الرسمية لدولة الكويت اعتباراً من 2016.

2.2- عينة الدراسة:

تمت الدراسة على عينة من 38 شركة اقتصادية مدرجة في بورصة الكويت للفترة من 2014-2018، من خلال استطلاع التقارير المالية المنشورة على مواقعها، وقد وجدنا من أن 10 شركات من عينة الدراسة تلجأ للمشتقات للتحوط من المخاطر المالية وأغلب الأنواع المستخدمة هي العقود الآجلة وعقود المبادلات، ومن أهم المخاطر التي تم التحوط منها باستخدام المشتقات هي خطر الصرف ومعدلات الفائدة. أما بالنسبة للشركات الباقية فقد كانت تقوم بتسيير مخاطرها باللجوء لطرق عملياتية أخرى كتنويع مجالات النشاط محاولة مؤامة بين الأصول والخصوم كما أن البعض منها لم تكن معرضة لمخاطر جوهريّة.

2.3-النموذج المعتمد عليه للدراسة:

جدول 1: متغيرات الدراسة:

MVA	القيمة السوقية المضافة = (سعر السهم عند الاغلاق * عدد الأسهم) - حقوق المساهمين
FRM	تأخذ قيمة 1 اذا كانت المؤسسة تستخدم مشتقات لتسيير المخاطر و 0 اذا كانت لا تستخدمها
QR	نسبة السيولة السريعة= الاصول الجارية / الخصوم الجارية: تعكس القدرة على مواجهة العسر المالي
DEBT	نسبة الديون / مجموع الأصول تقيس مديونية المؤسسة
CR	نسبة ملكية كبار المساهمين في رأسمال يعكس تأثيرهم على هيكل المساهمين (يقيس تكاليف الوكالة)
ASST	مجموع الاصول باللوغاريتم يقيس حجم المؤسسة
ROA	النتيجة الصافية / مجموع الأصول: يعكس ربحية المؤسسة
AGE	عمر المؤسسة
CAPEX	النفقات الرأسمالية/اجمالي الأصول: يعكس فرص النمو المستقبلية

نقوم باستخدام معادلة الانحدار التالية:

$$MVA=\beta_0+\beta_1FRM+\beta_2QR+\beta_3CAPEX+\beta_4CR+\beta_5ROA+\beta_6AGE+\beta_7ASST+\beta_8DEBT+\mu$$

3- النتائج ومناقشتها:

جدول 02 : نتائج اختبار النموذج الأول

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.53	52841577	47.85091	0.0000
FRM	1.66	11168834	14.88693	0.0000
QR	-113	1411445.	-8.233386	0.0000
DEBT	151.	12130133	9.442555	0.0000
CR	-892.	558503.1	-15.98329	0.0000
ROA	1.55	32028930	4.837837	0.0000

ASST	-3.25	6198005.	-52.42742	0.0000
CAPEX	-1112	36613218	-0.303950	0.7612
AGE	17371	394830.1	0.439991	0.6600
R-squared	0.394690	Mean dependent var		45077718
AdjustedR-squared	0.390873	S.D. dependent var		4.68
S.E. of regression	3.658	Akaike info criterion		42.27618
Sum squared resid	9.52	Schwarz criterion		42.32024
Log likelihood	-151767.8	Hannan-Quinn criter.		42.29135
F-statistic	103.3999	Durbin-Watson stat		0.688663
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من اعداد الباحثان باستخدام برمجية Eviews 10

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أولاً خانة المعاملات التي تحدد تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع حيث نجد بأن المتغير المستقل لاستخدام المشتقات له تأثير ايجابي على خلق قيمة سوقية مضافة بتسجيل معامل 14,88 كما أنه ذو دلالة احصائية حيث كانت قيمة t المحسوبة 16.18 أكبر من القيمة الجدولية المحددة بـ 1.6، كما نلاحظ احتمال أقل من نسبة المعنوية 5%. وهو ما يتوافق مع دراسة كل من Danijela Milos Spric و Peng-fei Wang, Shi Li, Jian Zhou.

بالنسبة لباقي المتغيرات كلها حققت احتمال أقل من نسبة المعنوية (0.005) مما يدل على أن كل متغير مستقل موجود في النموذج له تأثير وذو دلالة احصائية على خلق قيمة سوقية مضافة لمؤسسات عينة الدراسة. ما عدا متغير العمر والنفقات الرأسمالية سجلت أعلى من نسبة المعنوية فلم يكن لها أثر معنوي على خلق القيمة.

نلاحظ بالنسبة لمتغير السيولة السريعة تأثير سلبي على خلق القيمة حيث نجد أن المؤسسات التي لها أقل نسب السيولة هي من عرفت ارتفاع لقيمتها السوقية وهذا يعود لاستثمار السيولة وعدم تجميد الأموال، كما أظهرت النتائج تأثير سلبي على القيمة السوقية لكل من حجم الأصول ونسبة الملكية لكبار المساهمين حيث نجد بأن المساهمين يهتمون بالإرباح الحالية على حساب المستقبلية التي قد تعود من النفقات الاستثمارية كما أنه كلما قلت نسبة ملكية المؤسسة لدى الأغلبية ساهم في تعظيم قيمتها من خلال تقليل مشاكل الوكالة. وتؤكد النتائج على ذلك من خلال ملاحظة التأثير الايجابي لكل من العائد على الأصول ونسبة المديونية فالمؤسسات التي تحقق عوائد مرتفعة كانت أكثر قدرة على خلق قيمة سوقية مضافة. مكنت المتغيرات المستقلة من تفسير تغيرات القيمة السوقية المضافة لشركات عينة الدراسة تقريبا بنسبة 40%، حيث نجد أن قيمة Adjusted R-squared 0.39، وهذا يعتبر غير كافٍ لتحقيق نسبة أقل من 50% ووجود متغيرات أخرى تؤثر على خلق القيمة لم يتم ادراجها في النموذج. اما الاختبار الكلي لصلاحيته ومعنوية النموذج ككل باستخدام اختبار فيشر (F)، فقد وجدت F_{tab} الجدولية تساوي 103.39 عند مستوى معنوية 5%. بينما قدرت احصائية فيشر الحسابية F_{cal} بما يساوي 1.98 أي ان $F_{cal} > F_{tab}$ ، ومنه نرفض فرضية العدم (يوجد على الاقل مقدرة واحدة في النموذج تساوي الصفر) ونقبل الفرضية البديلة بان جميع مقدرات النموذج تختلف عن الصفر وبالتالي تتأكد صلاحية النموذج.

مما يمكننا من قبول الفرضية الأولى بتأكيد وجود أثر ايجابي لاستخدام المشتقات كأداة لتسيير المخاطر المالية في خلق قيمة مضافة في المؤسسة.

جدول 03 : القيم السوقية المضافة لشركات عينة الدراسة:

القيمة الأدنى	القيمة العظمى	القيمة المتوسطة	
-35078863,7	2291547253	347852516,9	مؤسسات تستخدم المشتقات
-1299220530	921667831	-63188349,45	مؤسسات لا تستخدم المشتقات

المصدر: من اعداد الباحثان باستخدام برمجية excel

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن المجموعة الأولى التي تستخدم المشتقات تحقق قيمة سوقية مضافة متوسطة أكبر كما أنها تسجل قيمة سالبة أي عدم تحقيقها لقيمة مضافة. كما أنه بالنظر للقيمة الدنيا والعظمى نجد أن الشركات النوع الأول تتفوق من حيث تحقق أعلى قيمة سوقية مضافة وأقل قيمة دنيا، كل هذا يثبت صحة الفرضية الثانية بأن الشركات التي تستخدم المشتقات لها قيمة سوقية أكبر

جدول 04 : معاملات الارتباط

	FRM	QR	DEBT	CR	CAPEX	ROA	AGE	ASST
FRM	1	-0.013	0.096	-0.138	-0.054	0.214	-0.119	-0.334
QR	-0.0132	1	-0.230	-0.0707	0.348	-0.003	-0.128	-0.153
DEBT	0.0966	-0.230	1	-0.0057	-0.0226	-0.060	0.021	0.046
CR	-0.138	-0.0707	-0.0057	1	-0.041	-0.059	0.076	-0.294
CAPEX	-0.054	0.348	-0.022	-0.0418	1	-0.033	-0.139	-0.112
ROA	0.214	-0.003	-0.060	-0.059	-0.033	1	-0.098	-0.083
AGE	-0.119	-0.128	0.021	0.076	-0.139	-0.098	1	0.049
ASST	-0.334	-0.153	0.046	-0.295	-0.112	-0.083	0.049	1

المصدر: من اعداد الباحثان باستخدام برمجية Eviews 10

لاختبار الفرضية الثالثة قمنا بتحديد معامل الارتباط بين المتغيرات في الجدول أعلاه الذي يظهر معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة، حيث نلاحظ من خلال نتائج العمود الأول الارتباط بين المتغير الأول لاستخدام المشتقات FRM وباقي المتغيرات. يظهر ارتباط ايجابي مع معامل الدين والربحية بنسبة تقارب 10% مما يشير الى أن الشركات التي ترتفع فيها نسب المديونية لها دافع أكبر للتحوط نظراً لارتفاع حجم المخاطر المالية مع زيادة الاعتماد على الرفع المالي. كذلك بالنسبة للربحية فالشركات التي تكون فيها العوائد مرتفعة تستطيع تحمل تكلفة المشتقات وتلجأ لها للمحافظة على ايجابية عوائدها. بالنسبة لباقي المتغيرات فالارتباط سلبي، مما يشير لعدم كونها دافع على استخدام المشتقات.

من خلال ما سبق نستنتج أن المؤسسات التي لها نسب مديونية عالية تلجأ للمشتقات المالية لتقليل خطر العجز المالي وتكاليف المعاملات من خلال تقليل تقلب التدفقات النقدية وضمان الحصول على عوائد ثابتة لتغطية التزاماتها في آجالها وهو ما يثبت صحة الفرضية الثالثة، لكن بالنسبة لتكاليف الوكالة فقد وجدنا ارتباط ضعيف مع استخدام المشتقات

4- الخلاصة:

كان يعتقد سابقاً أن تسير المخاطر المالية لا يؤثر على قيمة المؤسسة وفقاً لنموذج مودجيني وميلر ونموذج تسعير الأصول المالية CAPM، وبالرغم من ذلك نجد قيام المسيرين باستمرار بأنشطة التحوط باللجوء للمشتقات المالية لتقليل المخاطر النظامية، ويعود التعارض بين الواقع والتطبيق لعدم كفاءة الأسواق المالية التي أدت لظهور أنشطة التحوط التي تمكن من خلق قيمة مضافة للمؤسسة من خلال تقليل تقلب التدفقات النقدية التي تخفض من تكاليف العجز المالي، الوكالة وتمائل المعلومات. بالإضافة لإمكانية توفير موارد داخلية لتمويل الاستثمارات والاستغناء عن التمويل الخارجي وتقليل مشكلة ضعف الاستثمار.

وقد تم في بحثنا هذه اختبار تأثير تسير المخاطر المالية باستخدام المشتقات على خلق قيمة على عينة من 38 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة الكويت للفترة من 2014-2018، وقد توصلنا الى اثبات صحة الفرضيات الموضوعة وقد توصلنا لجملة من النتائج التالية:

- تمثل المخاطر المالية احتمال تحقيق خسارة نتيجة تغيرات الأسواق المالية، وقد تنشأ من عدة مصادر من التعاملات المالية المختلفة للمؤسسة.
- تقوم جميع المؤسسات عينة الدراسة بالاهتمام بتسيير مخاطرها المالية بعدة طرق عملياتية من خلال المؤاممة بين أصولها وخصومها، تنوع استثماراتها أو المحافظة على نسب سيولة سريعة لمواجهة التغيرات المالية لكن نسبة قليلة تلجأ للمشتقات المالية حيث قدرت بنسبة 26% من شركات العينة
- أكثر المشتقات استخداماً هي العقود الآجلة وعقود المبادلات، والتي تستخدم لتغطية مخاطر الصرف بالدرجة الأولى ثم مخاطر معدلات الفائدة مع استخدام عقود آجلة لتغطية خطر الأسهم والائتمان في شركة واحدة من عينة الدراسة، وهو ما وجدته الدراسات السابقة باستخدام المشتقات في الأسواق الغير منظمة أكثر.
- المؤسسات التي تلجأ لاستخدام المشتقات للتحوط تحقق أعلى قيم سوقية مضافة من المؤسسات التي لا تستخدم المشتقات للتحوط.

- المؤسسات التي تتمتع بمزايا الرفع المالي وتحقق عوائد على الأصول مرتفعة تحقق قيمة سوقية أعلى وهي التي لها الدافع الأكبر لاستخدام المشتقات المالية للتحوط من أجل تقليل خطر الرفع المالي.
 - المؤسسات التي تحقق عوائد أعلى تلجأ لتثبيت التدفقات النقدية باستخدام المشتقات على عكس التي تكون نتائجها منخفضة وسالبة لا تلجأ للمشتقات المالية للتحوط.
 - تساهم المشتقات المالية في خلق قيمة من خلال المساهمة في المحافظة على ثبات العوائد وتقليل تكاليف العجز المالي مما يسمح للمؤسسة بتخطيط أفضل لتدفقاتها المستقبلية.
- من خلال النتائج السابقة نقترح التوصيات التالية:
- اعتماد أنواع أكثر للمشتقات لتسيير المخاطر المالية.
 - تشجيع تداول المشتقات في الأسواق العربية حيث يقل استخدامها خاصة في المؤسسات الاقتصادية
 - اعتماد دراسات أكثر في للمقارنة بين فوائد استخدام المشتقات والمخاطر التي تنشأ عنها في المؤسسات خاصة في الدول العربية التي بدأت مؤخراً إدراجها في أسواقها المالية.

5-المراجع:

Bibliographie

- Andersen. (2012). risk management and value creation. *Risk management*. Rome Italy.
- Barenato. (2015). « *Finance l'essentiel en fiche* ». Paris: Dunod.
- Bendima. (2019). Does the usage of financial derivatives decrease the systemic risks in the GCC banks? An empirical study". *Management and entreprise developement*, 50-62.
- Boyer. (2005). The Value of Real and financial Risk management. Montréal, centre universitaire de recherche en analyse des organisations CIRANO: CIRANO.
- Cliché. (2000). *les déterminent de la gestion des risques par les entreprise non financière*. Montréal: Ecole Haute étude Montréal.
- Constantin. (2003). « la gestion des risque financiers par les entreprises explication théorique. *revue deconomie financiere*, 243-264.
- Damodran. (2005). Value and risk Beyond beta. *Financial analyst journal*, 38-44.
- Hassen, R. (2012). Gestion des risques, Mesure et stratégie. Toulouse: Université Toulouse France.

Horcher. (2005). *Essentials of Financial Risk management*. Canada: Wiley edition.

Louati. (2017). Analyse des Déterminants de la Qualité de la Gestion Intégrée des Risques d'Entreprise et Impact sur la Valeur des Entreprises Canadiennes. Menouba, Tunisie: université menouba.

Peng-fei. (2010). Financial risk management and entreprise value creation. *Nanakai business review international*, 5-19.

Spric, D. (2013). Corporate risk management and value creation. *Montengrin journal of economics*, 17-26.

Spricc. (2016). Does entreprise risk management influence market value. *Palgrave Macmillan*, 65-88.

بوهالي فاطمة. (2017). "ادارة المخاطر المالية في المؤسسات الاقتصادية. مجلة الحقوق والعلوم الانسانية.

جمال معتوق. (2017). ادارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية. تلمسان: جامعة تلمسان كلية العلوم الاقتصادية.

عماد دلول. (2017). تقييم الأداء المالي باستخدام بعض مؤشرات خلق القيمة. مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، 470.

عيساوي سهام. (2015). دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال. بسكرة: جامعة بسكرة كلية العلوم الاقتصادية.

متولي. (2010). الأسواق المالية في عالم متغير. عمان: دار الفكر.

نايت. (2018). مساهمة الأطراف ذوي المصالح في خلق القيمة في المؤسسات الصناعية الجزائرية. غنابة: جامعة غنابة كلية العلوم الاقتصادية.