

دور رأس المال العامل في تعظيم ثروة الملاك (حالة شركات الأسمنت المصرية)

دكتور

أسامة وجدى وديع (1)

قسم المؤسسات المالية - كلية الإدارة
الجامعة الحديثة للتكنولوجيا والمعلومات

دكتور

كريم ممدوح عباس (2)

قسم المحاسبة - كلية الإدارة
الجامعة الحديثة للتكنولوجيا والمعلومات

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل ممارسات رأس المال العامل بشركات الأسمنت المصرية، وتحديد أثر تلك الممارسات على قيمة المنشأة، وذلك من خلال دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في البورصة المصرية (EGX)، على أساس البيانات السنوية للفترة الزمنية من عام 2011 حتى عام 2015، إلى جانب قياس اتجاهات الأطراف ذات العلاقة (الأكاديميون، المتداولون، المحاسبون، المراجعون، المحللون الماليون)، وقد خُصّ التحليل الاستدلالي إلى وجود تأثير لرأس المال العامل على العائد بصورتيه الحقيقية (معدل العائد على الأصول) من جانب، والمالية (عائد فترة الإحتفاظ بالسهم في سوق التداول) من جانب آخر، أما على صعيد المخاطر، فتشير النتائج إلى وجود تأثير على المخاطر الكلية وغير المنتظمة، مقابل رفض وجود هذا التأثير على المخاطر المنتظمة، وهو ما يتفق مع الإطار الفكري، وفي ضوء ذلك يجد الباحثان أن رأس المال العامل يعد أحد جوانب الأداء المالي التي يمكن من خلاله تعظيم قيمة المنشأة.

(1) دكتور الفلسفة في إدارة الأعمال من جامعة عين شمس (مصر)، ويعمل حالياً مدرس بقسم المؤسسات المالية - كلية الإدارة - الجامعة الحديثة للتكنولوجيا والمعلومات، يتمثل إهتمامه البحثي في مجالات العلوم الإدارية، خاصة التمويل والاستثمار.

E-mail: osamawagdi_ta@yahoo.com; osamawagdi@mgt.mti.edu.eg.

(2) دكتور الفلسفة في المحاسبة من جامعة West University of Timisoara (الإتحاد الأوروبي)، ويعمل حالياً مدرس بقسم المحاسبة - كلية الإدارة - الجامعة الحديثة للتكنولوجيا والمعلومات، يتمثل إهتمامه البحثي في مجال المحاسبة المالية والتكاليف.

E-mail: karim_mamduh2000@yahoo.com.

الكلمات الدالة: رأس المال العامل . الأصول المتداولة . الخصوم المتداولة . تعظيم ثروة الملاك . العائد والمخاطرة . البورصة المصرية.

المبحث الأول

الإطار المنهجي

مقدمة

على الرغم من أن الجانب الأعظم من قرارات المدير المالي تتعلق بالجوانب قصيرة الأجل لتعظيم ثروة الملاك، إلا أن إدارة رأس المال العامل لم تحظ بالإهتمام الكافي من جانب الباحثين، وقد اتسع الإهتمام بإدارة رأس المال العامل على إعتباره محدد للقوة التشغيلية للمنشأة، حيث يعد رأس المال العامل هو المولد للعائد من إستثمارات المنشأة الأخرى، وتعد كذلك قرارات المدير المالي بمثابة قرارات معنية بمتغيرين هما السيولة والربحية، وهو الأمر الذي يعكس بصورة جلية عائد ومخاطر المنشأة، حيث يعد الأول دالة الثاني (مخاطر السيولة) والثاني دالة للعائد المطلوب من جهة أخرى، الأمر يدل على توافر دور ما تلعبه إدارة رأس المال في تحقيق هدف تعظيم ثروة الملاك، أو بكلمات أخرى، ان كفاءة إدارة رأس المال العامل تعتبر جزءاً أساسياً من استراتيجية المنشأة من أجل خلق القيمة للمساهمين، حيث تحاول الادارة تحقيق مستوى مثالي من رأس المال العامل لتعظيم تلك القيمة (Deloof 2003, Afza & Nazir 2008)

الدراسات السابقة:

قام الباحثان باستعراض العديد من الدراسات ذات العلاقة بموضوع البحث، وقد تبين أن هناك ندرة في الدراسات العربية ذات الصلة على خلاف الدراسات غير العربية، وعليه فقد قام الباحثان باستعراض موجز لأهم تلك الدراسات المعنية برأس المال العامل الى جانب قطاع الأسمنت المصري كما يلي:

جدول رقم (٦)
الدراسات السابقة

أهم النتائج	الأسلوب الإحصائي	نطاق التطبيق	القائم بالدراسة عام النشر
يمكن زيادة ربحية الشركات بتخفيض عدد أيام فترة التحصيل وفترة البيع، وإطارة فترة سداد فواتيرها.	إرتباط بيرسون Pearson: correlation وتحليل الإنحدار Regression analysis	البورصة البلجيكية (1992 – 1996م)	Deloof, (2003)
توجد علاقة سلبية بين ربحية الشركة ومستوى سيولتها، مقارنة بنسبة التداول، وعلى صعيد مستوى الصناعة تبين أن فترة دورة تحويل النقطة تعد أهم مقياس للسيولة من نسبة التداول، كما تبين أن حجم الشركة له أثره المعنوي على ربحية الشركة.	إرتباط بيرسون Pearson: correlation وتحليل الإنحدار Regression analysis	السوق المالي السعودي (1996 – 2000م)	Eljelly, (2004)
أن العوامل ذات التأثير على فاعلية إدارة رأس المال العامل تتمثل في ممارسات الصناعة وحجم الشركة ونمو مبيعاتها المستقبلية، ونسبة أعضاء مجلس الإدارة الذين هم من الخارج، ومكافآت الرؤساء وملكية أسهمهم، وكنتيجة نهائية توصلت الدراسة إلى أن المدراء يتجاوبون بإيجابية مع الحوافز المالية ويديرون رأس المال العامل بفاعلية.	تحليل الإنحدار Regression analysis	الشركات الأمريكية (1990 – 2004م)	Kieschnick, Laplante, & Moussawi, (2006)

أهم النتائج	الأسلوب الإحصائي	نطاق التطبيق	القائم بالدراسة عام النشر
هناك علاقة بين الربحية (الربح التشغيلي الإجمالي) من جانب ودورة تحويل النقد من جانب آخر، وتشير الدراسة الى انه يمكن تحقيق أرباح للشركات من خلال التعامل الفعال مع دورة تحويل النقد وحفظ مكوناتها المختلفة عند المستوى الأمثل.	إرتباط بيرسون Pearson: correlation وتحليل الإنحدار Regression analysis	بورصة أثينا (ASE) (2004-2001)	Lazaridis, & Tryfonidis, (2006)
هناك علاقة إرتباط ذات دلالة معنوية سلبية قوية بين متغيرات إدارة رأس المال العامل وربحية الشركة، وهذا يعني أن زيادة فترة دورة تحويل النقدية يؤدي إلى انخفاض ربحية الشركة، وأن المدراء يمكنهم خلق قيمة للمساهمين بتخفيض فترة دورة تحويل النقدية إلى حدها الأدنى.	إرتباط بيرسون Pearson: correlation وتحليل الإنحدار Regression analysis	بورصة كراتشي - باكستان (1999 - 2004م)	Raheman, & Nasr, (2007)
أن المدراء يمكنهم خلق قيمة بتخفيض المخزون وعند أيام فترة البيع، كما أن تقليص فترة دورة تحويل النقدية يعظم من ربحية الشركة	تحليل الإرتباط correlation analysis وتحليل الإنحدار Regression analysis	الشركات الأسبانية الصغيرة والمتوسطة الحجم (1996 - 2002م)	Juan & Martinez (2007)
هناك علاقة سلبية بين مقاييس الربحية للشركات وسياسات رأس المال العامل.	تحليل الإرتباط correlation analysis وتحليل الإنحدار Regression analysis	بورصة كراتشي بباكستان (1998 - 2003م)	Afza & Nazir (2008)

أهم النتائج	الأسلوب الإحصائي	نطاق التطبيق	القائم بالدراسة عام النشر
هناك علاقة إرتباط ذات دلالة معنوية سالبة قوية بين متغيرات إدارة رأس المال العامل وربحية الشركات.	إرتباط بيرسون Pearson's correlation وتحليل الإنحدار Regression analysis	الشركات الصناعية العراقية (1993 - 2002م)	حمد راضي (2009)
هناك تباين بين قيم معدل دورة تحويل النقدية وبين القطاعات المختلفة، كما أن هناك إرتباط سالب بين فترة دورة تحويل النقدية وبين حجم الشركة وربحيتها.	تحليل التباين إحدادي الاتجاه One-way ANOVA analysis إرتباط بيرسون Pearson's correlation وتحليل الإنحدار Regression analysis	بورصة اسطنبول ISE (2007م)	Uyar (2009)
هناك إمكانية لتعزيز الربحية بتقصير فترات دورة تحويل النقدي ، كما يمكن للمدراء زيادة الربحية من خلال إطالة فترة السداد، كما توصلت الدراسة إلى أنه ينبغي أن يتوخى المدراء الحرص على عدم إطالة فترة الدفع حتى لا تتضرر السمعة الائتمانية للشركة، مما يكون له أثراً سلبياً على الربحية على المدى الطويل.	تحليل الإنحدار Regression analysis	بورصة طوكيو (1990 - 2004م)	Nobanee & Alhajjar (2009)
هناك علاقة قوية بين فترة دورة التحول النقدي وجميع عناصرها وبين ربحية الشركات.	إرتباط بيرسون Pearson's correlation وتحليل الإنحدار Regression analysis	بورصة قبرص (1998 - 2007م)	Charitou, Elfani, & Lois, P. (2010)

أهم النتائج	الأسلوب الإحصائي	نطاق التطبيق	القائم بالدراسة عام النشر
هناك ارتباط بين دورة التحويل النقدي ومكوناتها مع مؤشرات الربحية.	تحليل الإرتباط correlation analysis	الشركات الفيتنامية (2006-2008م)	Dong., & Su, (2010)
تشير الدراسة إلى أن جميع مصانع الأسمنت تتبع القطاع الخاص، ما عدا مصنع الشركة القومية للأسمنت، الذي يعد أحد شركات قطاع الأعمال العام، أما على مستوى الحالة محل التحليل (مصانع شركة أسمنت سيناء) فهي أقل مصانع تلوثاً للبيئة، إضافة إلى إمكانيات التوسع والتصدير .	الإحصاء الوصفي Descriptive Statistic	شركة أسمنت سيناء	عبدالسلام عبدالستار إسماعيل (2011م)
هناك تفاوت في شكل العلاقة وفق دلالتها الإحصائية بين إدارة رأس المال العامل ممثلة بدورة فترة تحويل النقدية ومتغيرات هذه الدورة، وبعض المتغيرات المالية مثل الحجم ونسبة الرافعة المالية، وكذلك نسبة الأصول المالية الثابتة إلى إجمالي الأصول في الشركة، ومستوى الربحية مقاسة بإجمالي الربح التشغيلي إلى إجمالي الأصول في الشركات المساهمة السعودية.	إرتباط بيرسون Pearson's correlation وتحليل الإتحاد Regression analysis	السوق المالي السعودي (2004 - 2007م)	حمزة الزبيدي وحسين سلامة (2012)

أهم النتائج	الأسلوب الإحصائي	نطاق التطبيق	القائم بالدراسة عام النشر
تشير الدراسة إلى أن هناك علاقة إرتباط طردي بين تفعيل إستخدام بطاقة قياس الأداء مع نظم الإدارة البيئية والتي تؤدي إلى تحسين أداء وظائف شركات الأسمنت المصرية.	تحليل الإرتباط correlation analysis وتحليل الإنحدار Regression analysis	قطاع الأسمنت - مصر	عائشة المنياوي وآخرون (2012)
هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين فترة دورة التحويل النقدي وأداء الشركة، كما تبين أيضاً أن نسبة الدين ترتبط بشكل إيجابي مع القيمة السوقية، وسلباً فيما يتعلق بأداء الشركة.	إرتباط بيرسون Pearson's correlation وتحليل الإنحدار Regression analysis	بورصة نيجيريا (1995 إلى 2009م)	Ogundipe, Idowu, & Ogundipe, (2012)
تشير الدراسة إلى توافر عنصر التكامل بين مدخلي القيمة المضافة وتقويم الأداء المتوازن بهدف تعزيز الدور الإستراتيجي للمراجعة الداخلية في تقييم وتحسين فعالية عمليات إدارة المخاطر في شركات الأسمنت المصرية.	تحليل التباين من الدرجة الأولى لكروسكال وأليس Kruskal-wallis test	قطاع الأسمنت - مصر	حنان جابر (2012)

أهم النتائج	الأسلوب الإحصائي	نطاق التطبيق	القائم بالدراسة عام النشر
هناك أثراً إحصائياً سالباً لإدارة رأس المال العامل على مؤشرات أداء الشركات الصناعية السعودية العامة، بمعنى أن هناك علاقة عكسية بين فترة دورة ناحية، ومؤشرات الأداء من ناحية أخرى.	تحليل الارتباط correlation analysis وتحليل الإنحدار المشترك Joint Regression analysis	الشركات الصناعية السعودية (2000 - 2010م)	موفق رابعة (2013)
تساهم الزيادة في استثمارات رأس المال العامل في زيادة التدفقات النقدية التشغيلية، ولكن بميل حدي أقل من الواحد الصحيح.	تحليل الإنحدار Regression analysis	الشركات الأمريكية (1990 - 2006)	Kieschnick, Laplante, & Moussawi, (2013)

أهم النتائج	الأسلوب الإحصائي	نطاق التطبيق	القائم بالدراسة عام النشر
تشير الدراسة إلى تأثير صناعة الأسمنت على كل عناصر الحياة في البيئة المحيطة، حيث تتمثل أخطار صناعة الأسمنت على البيئة في تصاعد عادم الأسمنت والضوضاء، ويتأثر بتصاعد عادم الأسمنت كل من العاملين والبيئة المحيطة، (أثار عادم الأسمنت على العاملين مثل حدوث أمراض التحجر الرئوي، الأمراض الجلدية، أمراض الجهاز التنفسي، سرطان الرئة، أما عن آثار عادم الأسمنت على البيئة فتشمل التأثير السلبي على الهواء، مياه الصرف، النباتات، الحيوانات والمباني).	اختبار كولموجروف - سميرانوف Kolmpgriv-Smirniv test "K.S.test" واختبار جودة توفيق البيانات Good ness of Fit test	شركة أسمنت أسبوط (2006 - 2010م)	محمود سالم وآخرون (2013)
هناك فرقاً كبيراً في العلاقة بين الربحية للشركة ومتغيرات رأس المال العامل، مما يشير إلى اختلاف ممارسات إدارة رأس المال العامل في هذين البلدين.	الإحصاء الوصفي Descriptive Statistic وتحليل الإحدار Regression analysis	كينيا ونيجيريا (2008 - 2012م)	Pitt, (2014)

أهم النتائج	الأسلوب الإحصائي	نطاق التطبيق	القائم بالدراسة عام النشر
أن العلاقة بين رأس المال العامل وأداء الشركات لا يأخذ شكل دالة خطية، وإنما يأخذ شكل حرف (U) مما يعني أن هناك مستوى أمثل لمكونات رأس المال العامل، وهو الذي يعظم من قيمة الشركة في ضوء الموازنة بين العائد وتكلفة هذا الاستثمار.	تحليل الإبحار Regression analysis	الشركات غير المالية بالمملكة المتحدة (2001 - 2007م)	Baños- Caballero, et. al. (2014)
تشير الدراسة إلى إمكانية استخدام أسلوب السلاسل الزمنية لتحليل بيانات التنبؤ بالطلب على منتج الأسمت، وتشير إلى وجود أثر للخصخصة والشركات متعددة الجنسيات على أسعار الأسمت في مصر، وأن الأسعار تزداد بصورة غير متناسبة مع الزيادة في التكلفة.	تحليل السلاسل الزمنية Time Series analysis وإختبار عشوائية البواقي Stochastic Process test of Residuals	قطاع الأسمت - مصر	مصطفى شعبان طه (2015)
هناك تأثيراً معنوياً لسياسة إدارة رأس المال العامل على مستوى إنتاجية الشركات.	تحال ارتباط غير معلمي ل "سبيرمان" Spearman correlation analysis	بورصة طهران (2009 - 2013م)	Samadi, & Jamshidi, (2016)

أهم النتائج	الأسلوب الإحصائي	نطاق التطبيق	القائم بالدراسة عام النشر
هناك علاقة بين دورة تحويل النقد والربحية مقاسة بالأرباح قبل حساب القوائد و الضرائب EBIT، و تشر الدراسة ايضا الى أن طول دورة تحويل النقدية له علاقة سلبية مع إيرادات المبيعات، والعائد على حقوق المساهمين وسياسات تمويل الشركات، مقابل علاقة إيجابية بإجمالي أصولها، والعائد على الأصول	تحليل الارتباط correlation analysis تحليل التباين analysis of variance ANOVA	بورصة كراتشي باكستان (2013-2009)	Farooq, et. al. (2016)
هناك انخفاض في مستوى كفاءة إدارة راس المال العامل بالشركات الماليزية الصغيرة والمتوسطة، وقد تم ارجاع ذلك لانخفاض اهتمام ادارات الشركات براس المال العامل.	الاحصاء التحليل الوصفي Descriptive Analysis	الشركات الماليزية (2013-2010)	Kasiran et. al., (2016)
هناك لتأثير لبعض العوامل الاقتصادية الكلية على صافي رأس المال العامل، ومن تلك المتغيرات التضخم، سعر الصرف، اسعار الفائدة.	تحليل الإتحاد Regression analysis	تركيا (2014-1996)	Çelik et. al. (2016)

التعليق على الدراسات السابقة:

في ضوء ما قام به الباحثان من استعراض للدراسات السابقة يمكن استخلاص ما يلي من استنتاجات:

أولاً: التعليق على الدراسات المتعلقة برأس المال العامل:

- 1- أهمية رأس المال العامل لمنشآت الأعمال لما له من أثر فعال على الجوانب التشغيلية إلى جانب مخاطر السيولة.
- 2- أن هناك أثر للعديد من العوامل على فاعلية إدارة رأس المال العامل، منها نوع القطاع وحجم المنشأة ومعدل نمو المبيعات ونمط وممارسات المنافسة.
- 3- أن هناك تباين لممارسات إدارة رأس المال العامل ليس بين القطاعات المختلفة فقط ، بل وبين الدول ايضاً.
- 4- توافر التأثير المعنوي لممارسات رأس المال العامل على الأداء المالي لمنشآت الأعمال.
- 5- هناك إمكانية إيجاد قيمة للمساهمين (أي تعظيم ثروة الملاك) من خلال ممارسات رأس المال العامل، وتعد تخفيض فترة دورة تحويل النقدية هي الأهم في هذا الصدد.
- 6- تعدد مؤشرات قياس رأس المال العامل وأهمها نسب التداول، وفترة دورة التشغيل النقدي.
- 7- أن أسلوب تحليل الارتباط وتحليل الانحدار هما الأسلوبين الأكثر شيوعاً في الإختبارات الإحصائية.
- 8- غياب دراسة بحثية وتحليلية لأثر ممارسات رأس المال العامل على الأداء المالي، إلى جانب أداء الأسهم بسوق التداول في آنٍ واحد.
- 9- لم تقدم الدراسات السابقة إطاراً فكرياً متكاملأً لأثر رأس المال العامل على هدف تعظيم ثروة الملاك.

10- لم تتناول الدراسات أنفة الذكر بالتحليل الأطراف ذات العلاقة (الداخلون والخارجون) نحو ممارسات رأس المال العامل.

ثانياً: التعليق على الدراسات المتعلقة بقطاع الأسمنت المصري:

- 1- تعدد محاور الدراسات التي تناولت قطاع الأسمنت المصري بجمهورية مصر العربية، حيث شملت كل من هيكل القطاع (الحكومي والخاص/ محلي/ أجنبي)، الممارسات الإدارية، الممارسات البيئية، الأثر البيئي، تحليل التكاليف، وعمليات التسعير.
- 2- لم يحظ رأس المال العامل بالقدر الكافي من الدراسات سالفة الذكر التي تناولت قطاع الأسمنت في جمهورية مصر العربية.

ثالثاً: ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

تتميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة بأنها تم تطبيقها على قطاع لم يتم تطبيق الموضوع قيد الدراسة عليه من ذي قبل، وهو قطاع صناعة الاسمنت المصري، مما يجعل الدراسة الحالية تتسم بالحدثة، كما تتميز عن الدراسات السابقة المطبقة على الدول الأخرى باستخدامها العائد على الاصول الحقيقية الى جانب العائد والمخاطر للأصول المالية، حيث لم يتم استخدامهما معا في الدراسات السابقة الأخرى، حسب علم الباحثان.

مشكلة البحث:

في الآونة الأخير، وعلى الرغم من أهمية قطاع الأسمنت، إلا أن العديد من الشركات قد شهدت إنخفاضات متتالية في قيمها السوقية منذ عام 2006، وفي ضوء ما أُنسَم به هذا القطاع من إرتفاع في مستوى المنافسة ليست محلياً فقط، وإنما بدخول شركات أجنبية، وهو ما ساهم في توضيح أهمية رأس المال العامل وضرورة

كشف غموض أثره على قيمة تلك الشركات في ضوء العلاقة بين العائد والمخاطرة، وبذلك تظهر لنا التساؤلات البحثية التالية:

- أ) هل هناك تأثير لرأس المال العامل على الأداء المالي لشركات الأسمنت المصرية؟
- ب) هل هناك تأثير لرأس المال العامل على أداء الأسهم العادية لشركات الأسمنت المصرية؟
- ج) هل هناك إختلاف لإتجاهات "الأكاديميين"، "المتداولين"، "المحاسبين"، "المراجعين"، و"المحللين الماليين" نحو قضايا رأس المال العامل بشركات الأسمنت المصرية؟

فروض البحث:

- في ضوء الدراسات سألقة الذكر، ومشكلة البحث..يمكن للباحثين صياغة فروض البحث في صيغة العدم على النحو التالي:
- الفرض الأول: لا يوجد تأثير معنوي لرأس المال العامل على معدل العائد على الأصول بشركات الأسمنت المصرية.
- الفرض الثاني: لا يوجد تأثير معنوي لرأس المال العامل على عائد أسهم شركات الأسمنت المصرية.
- الفرض الثالث: لا يوجد تأثير معنوي لرأس المال العامل على المخاطر الكلية لأسهم شركات الأسمنت المصرية.
- الفرض الرابع: لا يوجد تأثير معنوي لرأس المال العامل على المخاطر المنتظمة لأسهم شركات الأسمنت المصرية.
- الفرض الخامس: لا يوجد تأثير معنوي لرأس المال العامل على المخاطر غير المنتظمة لأسهم شركات الأسمنت المصرية.

أهداف البحث:

يمكن إيجاز أهداف البحث في النقاط التالية:

- 1- تحليل ممارسات شركات الأسمنت المصرية الخاصة برأس المال العامل.
- 2- تحليل أثر ممارسات رأس المال العامل على الأداء المالي لشركات الأسمنت المصرية.
- 3- تحليل أثر ممارسات رأس المال العامل على أداء الأسهم العادية لشركات الأسمنت المتداولة بالبورصة المصرية.
- 4- تقديم إطار لتحليل ممارسات رأس المال العامل على تعظيم ثروة الملاك.

أهميه البحث:

في ضوء الدراسات السابقة إلى جانب كل من مشكلة وفروض البحث، يمكن إيجاز أهميته في النقاط التالية:

- 1- أهمية القطاع قيد البحث، وهو قطاع الأسمنت لما له من تأثير مباشر على العديد من القطاعات الاقتصادية، بالإضافة إلى الأهمية النسبية لمساهمة هذا القطاع في الناتج المحلي الإجمالي (GDP).
- 2- أهمية رأس المال العامل في التأثير على الجوانب التشغيلية لمنشآت الأعمال.
- 3- أهمية تعظيم ثروة الملاك كهدف رئيسي لإدارة منشآت الأعمال.

منهج ومداخل البحث:

أعتمد البحث في تنفيذه على المنهج الاستنباطي Deductive Method، وذلك من خلال استخدام المدخل الوصفي التحليلي Deductive (Anol, 2012) Analytical Method، مع الاعتماد على أسلوب البحث المكتبي، وذلك بهدف التوصل إلى التعريفات المختلفة لمفهوم رأس المال العامل، وتحديد أهميته في تقدير أثر ممارسات رأس المال العامل على ثروة الملاك، بالإضافة إلى أنه قد يتم استخدام الأسلوب التطبيقي لإجراء البحث أيضا، وذلك من خلال الإطلاع على البيانات المحصلة من تداولات البورصة المصرية، بجانب التقارير المالية لشركات الأسمت المقيدة بها، ومعالجة تلك البيانات بالأساليب الكمية المناسبة كإطار لتحديد مدى قبول أو رفض فروض الدراسة، والتوصل إلى نتائج وتوصيات من نتائج عمليات الاستدلال الإحصائي.

هيكل البحث:

لتحقيق أهداف البحث، تم هيكلته على النحو التالي:

المبحث الأول: الإطار المنهجي

المبحث الثاني: الإطار الفكري

المبحث الثالث: الإطار التطبيقي

المبحث الرابع: النتائج والتوصيات

قائمة المراجع

الملاحق

المبحث الثاني الإطار الفكري

مقدمة:

يستهدف هذا المبحث استعراض الاطار الفكري من المفاهيم والنماذج والنظريات ذات العلاقة براس المال العامل من جانب تعظيم ثروة الملاك من جانب اخر، والمفاهيم الربطة بينهما وتحديد امكانية تحقيق الثانية عبر الاولى.

مفهوم رأس المال العامل:

على الرغم من إنتشار وإستخدام رأس المال العامل في العديد من الدراسات الأكاديمية والممارسات العملية، إلا أن هناك خلط واضح بين مفهوم رأس المال العامل Working Capital ومفهوم صافي رأس المال العامل Net Working Capital، حيث ان الأول معنى بالأصول المتداولة وأساليب تمويلها، أما الثاني فهو معنى بالفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة (For more see: Gitman & Zutter, 2011).

مداخل إدارة رأس المال العامل:

في ضوء العلاقة التوازنية بين العائد والمخاطر، يمكن تصنيف مداخل إدارة رأس المال العامل إلى ثلاثة مداخل رئيسية على النحو التالي: (& Brigham For more see: Ehrhardt; 2013)

1- المدخل المحايد (المعتدل) Moderate Approach: وهو ذلك

المدخل المعني بإيجاد علاقة توازنية بين الإستثمار في الأصول المتداولة ومصادر تمويلها، وعادةً ما يعتمد هذا المدخل على إستخدام مصادر تمويل قصيرة الأجل مقابل التغيرات الموسمية في الأصول

المتداولة، مع تمويل الإحتياجات الدائمة من الأصول المتداولة من مصادر تمويل طويلة الأجل.

2- المدخل العنيف (الهجومي) Aggressive Approach: وهو ذلك

المدخل المعني بإستهداف تعظيم العائد على حساب المخاطر، وعادة ما يعتمد هذا المدخل على إستخدام مصادر تمويل قصيرة الأجل مقابل التغيرات الموسمية في الأصول المتداولة، إلى جانب أجزاء من الإحتياجات الدائمة من الأصول المتداولة.

3- المدخل المحافظ (الدفاعي) Conservative Approach: وهو ذلك

المدخل المعني بإستهداف تدنية المخاطر على حساب العائد، وعادة ما يعتمد هذا المدخل على إستخدام مصادر تمويل طويلة الأجل مقابل الإحتياجات الدائمة من الأصول المتداولة، إلى جانب أجزاء من التغيرات الموسمية في الأصول المتداولة.

الجوانب المحاسبية لرأس المال العامل:

بصفة عامة، تمثل الجوانب المحاسبية أهمية خاصة في رأس المال العامل في ضوء عمليات القياس والإفصاح عن مكونات رأس المال ففيما يتعلق بالذمم هناك اهتمام مميز بمخصصات الديون المعدومة والديون المشكوك في تحصيلها، وما يتصل بذلك من تأثير مباشر و غير مباشر على الأرباح والخسائر، وهو الأمر الذي ينعكس بالضرورة على حقوق المساهمين، وهو الأمر أيضاً الذي يؤدي إلى مزيد من الإهتمام في ظل ممارسات إدارة الأرباح (Earnings Management . For more see: Rosner, 2003; Allen et. al;2013)

(للمزيد انظر: بلال كيموش، 2014)

أهمية إدارة رأس المال العامل:

يمكن إيجاز أهمية إدارة رأس المال العامل إلى عديد من العوامل، من أهمها ما يلي:

- 1- إرتفاع الأهمية النسبة للأصول المتداولة بالعديد من الصناعات، لا سيما في كل من المنشآت التجارية والنصاعية.
- 2- الجانب الأعظم من وقت المدير المالي تتعلق بإدارة الأصول والخصوم المتداولة، في ظل ما تتميز به مكونات رأس المال العامل من تغيرات مستمرة لإرتباطها بالأنشطة التشغيلية للمنشأة.
- 3- إرتفاع أهمية الأصول المتداولة، لما لها من إنعكاسات على كفاءة العمليات التشغيلية بالمنشآت.
- 4- أهمية الحد من مخاطر السيولة بالمنشآت في ضوء قرارات إدارة رأس المال العامل المتعلقة بالنقدية والائتمان التجاري، وهو ما ينعكس على المخاطر غير المنتظمة للمنشأة.
- 5- أثر مدخل رأس المال العامل على هدف تعظيم الحصة السوقية، في ضوء قرارات إدارة رأس المال العامل المتعلقة بالذمم على وجه الخصوص.

محددات رأس المال العامل:

هناك تباين في محددات سياسات رأس المال العامل في منشآت الأعمال، ومن أهم تلك المحددات ما يلي (Kieschnick et. al;2006):

- 1- **طبيعة نشاط الأعمال:** يتباين الوزن النسبي لمكونات رأس المال العامل بين منشآت الأعمال، في ضوء طبيعة النشاط، مثل المنشآت المالية التي تتسم بإنخفاض الوزن النسبي لرأس المال العامل بها، على نقيض المؤسسات التجارية والصناعية، ويعني مما سبق أن الإستثمار في

الأصول المتداولة يعتمد على هيكل الأصول الإجمالية في ضوء طبيعة نشاط المنشأة.

2- **حجم المنشأة:** هناك علاقة بين حجم المنشأة وحجم الإستثمار في رأس المال العامل، وهي علاقة طردية، وإن كانت تتباين هذه العلاقة في ضوء طبيعة نشاط الأعمال.

3- **المبيعات وظروف الطلب:** هناك علاقة بين مكونات رأس المال العامل من جانب، ومستويات المبيعات من جانب آخر، حيث يعتبر توظيف رأس المال العامل أحد العوامل الدافعة للنمو بمنشآت الأعمال، وهو الأمر الذي ينعكس على مطالب التوسع المستمر في الأصول الثابتة من أجل المحافظة على نمو المبيعات، وهذا يقضي بدوره إلى زيادة الإستثمار في الأصول المتداولة لتدعيم المستوى المتنامي للعمليات التشغيلية، وهذا بدوره يؤدي إلى ظهور مشكلة الوكالة Agency Problem، خاصة قرار توزيع الأرباح، من خلال المفاضلة بين توسع النشاط وما يترتب على ذلك من إحتياجات تمويلية في ضوء سياسات توزيع الأرباح لحملة الأسهم، ولذلك تحتاج المنشآت إلى التخطيط المسبق لتمويل الزيادة المطلوبة في رأس المال العامل لتواكب مستويات المبيعات وظروف الطلب التي قد تتسم بالموسمية في الكثير من الأحيان.

4- **فترة دورة التحويل النقدي:** يهتم هذا العامل بقدره المنشأة على تحقيق الإستخدام الأمثل للموارد عند أدنى مستوى من التكاليف، ويمكن زيادة كفاءة تشغيل الأصول المتداولة عن طريق تخفيض فترة دورة التحويل النقدي.

5- **تغيرات مستوى الأسعار:** تعد التغيرات السريعة في مستوى الأسعار من أهم الصعوبات التي تواجه المدير المالي في إدارة رأس المال العامل، حيث أن ارتفاع مستويات التضخم ومن ثم ارتفاع الأسعار يدفع المنشآت للإحتفاظ باستثمارات كبيرة في عناصر رأس المال العامل، سواء نقدية أو مخزون بأنواعه المتباينة، بالإضافة إلى تأثير ذلك على تحديد أسعار البيع للمنتجات النهائية والتي تتوقف على عاملين رئيسيين هما نمط المنافسة السائد بالسوق إلى جانب مقدار مرونة الطلب السعرية للمنتج.

6- **مخاطر السيولة:** تعد مخاطر السيولة (عدم قدرة المنشأة من خلال الأصول المتداولة لديها على سداد الإلتزامات العاجلة) ذو أهمية خاصة لدى المدير المالي، حيث تنعكس تلك المخاطر على الموقف الائتماني للمنشأة، إلى جانب ما ينعكس على العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم في ضوء المخاطر الخاصة.

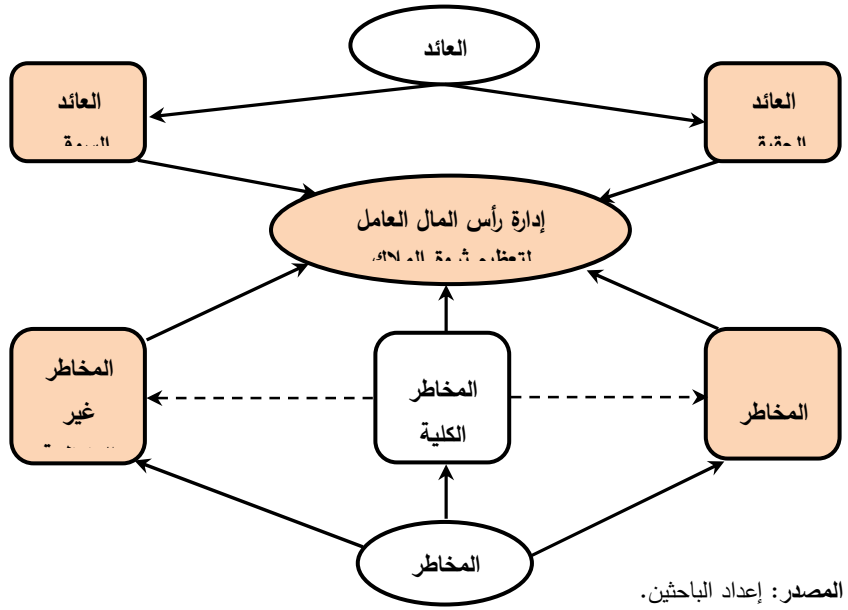
أثر رأس المال العامل على ثروة الملاك:

يعتبر صافي رأس المال العامل مقياساً كمياً لدرجة الثقة في قدرة الاصول المتداولة على الوفاء بالالتزامات المالية قصيرة الأجل (الخصوم المتداولة) كما انه يصلح كمقياس يستخدم من قبل الدائنين (الموردين التجاريين) للتعرف على مكانة المركز المالي للمنشأة ومقدرتها على الوفاء بالتزاماتها عند ميعاد الاستحقاق، إذ كلما زاد مقدار الاصول المتداولة مقارنة بالخصوم المتداولة كان ذلك دليلاً كمياً على قدرة الشركة على مقابلة الالتزامات بسهولة والعكس صحيح.

لذلك يتبين ان المنشأة أمامها أحد خيارين، إما الاحتفاظ بمستويات زائدة من الاصول المتداولة وهذا يؤدي بالمنشأة دون أدنى شك الى تحقيق عوائد مالية غير

مجزية على مجموع استثماراتها قصيرة الأجل ، أو الاحتفاظ بأصول متداولة منخفضة نسبيا وهذا يجعلها عرضة الى صعوبات ومشكلات ومن ثم تراجع قدراتها على الوفاء بالتزاماتها المالية الجارية قصيرة الأجل وزيادة تعرضها الى مخاطرة السيولة.

وتأسيسا على ما سبق ، فان إختيار السياسات المناسبة لرأس المال العامل تتضمن تخطيط ورقابة الاصول والخصوم المتداولة بالأسلوب او الطريقة التي تخفف من مخاطرة عدم القدرة على الوفاء بالتزامات المالية قصيرة الأجل من جانب، وفي نفس الوقت تنفادي الاستثمارات الزائدة في الاصول المتداولة من جانب آخر .



شكل رقم (1)

الإطار العام لتأثير إدارة رأس المال العامل على هدف تعظيم ثروة الملاك

بذلك يتمثل الأساس الفلسفي للنموذج المقترح في محددات تحقيق هدف تعظيم ثروة الملاك، حيث يتحقق هذا التعظيم في ظل علاقة توازنه بين العائد ومخاطر (Risk Return Trade Off)، و التي تمثل جوهر الفكر المالي، انطلاقاً من هذا المنطق تبين للباحثين أن نمط إدارة رأس المال العامل ينعكس تأثيره على هذه العلاقة، ويمكن استعراض أثر رأس المال العامل على ثروة الملاك من خلال الشكل رقم (1).

ففي ظل الإدارة المخاطرة (الهجومية) ومقصدها إلى تدنية الإستثمارات في الأصول المتداولة إلى حدها الأدنى بالإضافة إلى الإعتماد الرئيسي لمصادر التمويل قصيرة الأجل لتمويل إحتياجاتها الموسمية من الأصول، فإنها تستهدف تعظيم معدل العائد على الأصول من خلال تدنية المقام، إلا أنها في ذات التوقيت تعاني من إرتفاع مخاطر السيولة، والذي يظهر جلياً من تدني معدلي التداول والتداول السريع، الناتج عن إنخفاض قيمة الأصول المتداولة، وهو الأمر الذي يعني إرتفاع مخاطر السيولة. في المقابل، هناك الإدارة المحافظة (الدفاعية)، مقصدها الإعتماد على مصادر التمويل طويلة الأجل لتمويل إحتياجاتها التشغيلية الموسمية، إلا أنها تعاني من تدني معدل العائد على الأصول الناتج من تعظيم المقام (الأصول)، وهي في الوقت ذاته تتمتع بإنخفاض مخاطر السيولة، والذي يظهر جلياً من إرتفاع معدلي التداول والتداول السريع، الناتج عن إرتفاع قيمة الأصول المتداولة، وهو الأمر الذي يعني انخفاض معدلات العائد.

أما الإدارة المحايدة (المعتدلة) فمقصدها إيجاد علاقة تعويضية بين المخاطر الناتجة من الإعتماد على مصادر قصيرة الأجل لتمويل العمليات التشغيلية الموسمية، مع تمويل الاصول الدائمة من مصادر تمويل طويل الاجل. وفي ضوء ما سبق فإن إختيار السياسات المناسبة لرأس المال العامل تتضمن القرارات المتعلقة بعناصر الاصول المتداولة وكيفية استثمارها واليات تمويلها ، وهذه

السياسات ذات تأثير على تحقيق هدف تعظيم قيمة المنشأة من خلال التأثير على عاملي من عوامل التقييم الرشيد و هما عنصر العائد والمخاطرة. حيث تنعكس سياسات رأس المال العامل على عنصر العائد سواء كان ذلك على مستوى الاصول الحقيقية أي مؤشرات الاداء المالى للمنشآت المصدرة للأوراق المالية و على الاخص مؤشرات معدل العائد على الاصول ROA ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE معدلات الدوران سواء للأصول او المخزون او الزمم على سبيل المثال، مقابل التأثير على جانب المالى من خلال التأثير على عائد احتفاظ الاوراق المالية (الاسهم المصدرة) .

أما عن انعكاس تلك السياسات على عنصر المخاطرة فهو ايضا يتضمن كل من مخاطر الاصول الحقيقية و هي الناتجة من التأثير على مؤشرات المالية كنسب التداول بأنواعها المختلفة الى جانب مؤشرات التغطية و هو الامر الذى ينعكس على المخاطر غير المنتظمة (Unsystematic risk) للمنشأة المصدرة ، و هو الامر الذى يجده الباحثان ذو اهمية كبرى، في ضوء تأثير تلك المخاطر غير المنتظمة على حساسية المنشأة المصدرة للتغير في بيئة الاعمال، وهو ما يعرف بمعامل المخاطر المنتظمة (Systematic risk) بيتا (β)، حيث تتباين حساسية المنشأة المصدرة للمصادر المخاطرة ذات التأثير العام في ضوء خصائص راس المال العامل وعلى الاخص فيما يتعلق بتقلبات مستويات الاسعار، تقلبات اسعار الفائدة (للأجل القصير على الاخص)..الخ.

أو بكلمات اخرى، لسياسات راس المال العامل اثر مباشر على المخاطر غير المنتظمة مقابل اثر غير مباشر على المخاطر المنتظمة، الناتج من اثر الاخيرة على الاولى، وهو ما ينعكس على معدلات العائد المطلوبة من قبل حملة الاسهم العادية، في ضوء مستوى كفاءة السوق يتحدد ديناميكية انتقال هذا الاثر الى القيمة السوقية للاسهم المصدرة الناتج من اعادة تقدير القيمة العادلة.

المبحث الثالث

الإطار التطبيقي

مقدمة:

يهدف هذا المبحث إلى إستعراض مجتمع وعينة البحث مع تحديد أساليب جمع البيانات، ومعالجة تلك البيانات بالأساليب الكمية المناسبة كإطار لتحديد مدى قبول أو رفض فروض البحث والتوصل إلى نتائج عمليات الإستدلال الإحصائي.

مجتمع البحث:

يشمل مجتمع البحث كافة شركات تصنيع الأسمنت العاملة في جمهورية مصر العربية، والتي تبلغ (24) شركة طبقاً لبيانات الجهاز للتعبة والإحصاء لعام 2016.

مفردات عينة البحث:

تمثلت محددات إختيار مفردات العينة من شركات الأسمنت في محددات ثلاث وهي:

- 1- أن يكون نشاط تصنيع الأسمنت هو النشاط الرئيسي للمنشأة المصدرة.
- 2- أن تكون الشركة مقيدة في البورصة المصرية.
- 3- أن تتمتع الشركة بتغطية مناسبة من قبل بنوك الإستثمار ومؤسسات الأبحاث المالية.

وفي ضوء تلك المحددات أنفة الذكر، نجد أن مفردات عينة البحث من شركات الأسمنت المصرية⁽³⁾ تتضمن كل من:

- 1- الإسكندرية للأسمنت البورتلاندي.
- 2- أسمنت بورتلاندر طرة المصرية.

(3) تم استبعاد كل من:

- شركة جنوب الوادي للأسمنت، لعدم توافر شرط النشاط الرئيسي أثناء فترة الدراسة.
- الشركة العربية للأسمنت، لعدم توافر شرط القيد بالبورصة المصرية أثناء فترة الدراسة.

- 3- أسمنت سيناء .
- 4- السويس للأسمنت.
- 5- القومية للأسمنت.
- 6- مصر بني سويف للأسمنت.
- 7- مصر للإسمنت - قنا.

أساليب جمع البيانات:

سوف يعتمد إجراء البحث على أسلوب المسح المستندي لجمع البيانات وذلك من خلال البيانات والتقارير الصادرة عن البورصة المصرية وشركات الأسمنت المصرية محل التحليل، إلى جانب المؤسسات المالية وبنوك المعلومات الإقتصادية التي تحوي بيانات ذات علاقة.

الأساليب الإحصائية:

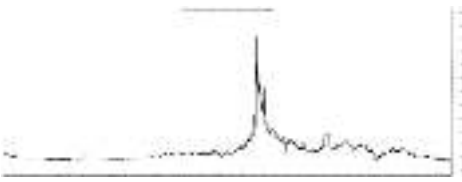

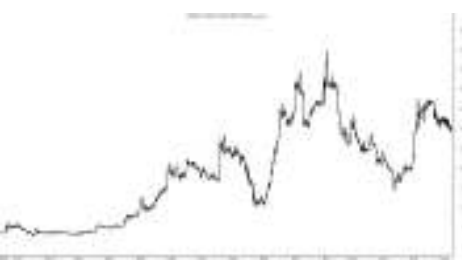
أعتمد البحث على تطبيق الإختبارات الإحصائية لتحليل البيانات المتصلة بمشكلة البحث، وذلك بالإعتماد على الأساليب الإحصائية الوصفية Descriptive Methods، وهي تلك الأسباب المعنية بإعطاء معلومات عن خصائص البيانات الداخلة إلى التحليل، ومن أمثلة تلك الأساليب كل من: التكرارات، النسب، الوسط الحسابي، الإنحراف المعياري، بجانب الإعتماد على الأساليب الإحصائية الإستدلالية Inferential Methods، وهي تلك الأساليب المعنية بإعطاء نتائج عن مدى قبول أو رفض فروض البحث، إضافة إلى تحديد كلاً من مستويات الثقة والمعنوية لنتائج الاختبار، بالإعتماد على الأساليب المعلمية Parametric Methods، وغير المعلمية Non-Parametric Methods، وذلك في ضوء حجم العينة ونمط توزيع المجتمع.

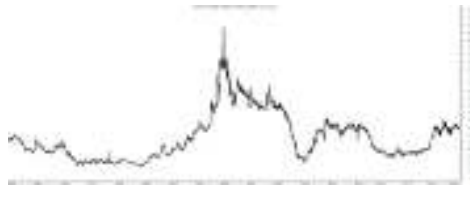
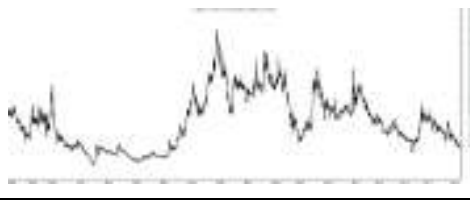

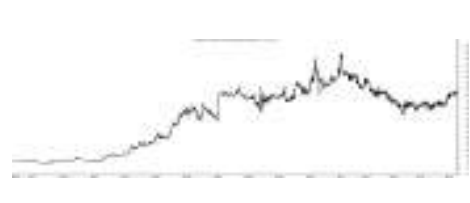
التحليل الوصفي لمفردات عينة من شركات الأسمنت:

يمكن استعراض أهم المؤشرات الوصفية لمفردات الدراسة من خلال جدول رقم (2) على النحو التالي:

جدول رقم (2)

الإحصاء الوصفي لمفردات عينة الدراسة

اسم المنشأة المصدرة	منحنى أداء السهم بسوق التداول	متوسط معدل التداول (مرة)	متوسط معدل التداول السريع (مرة)	متوسط معدل العائد على الأصول (%)
الإسكندرية للأسمنت البورتلاندي		0,76	0,28	12,85
أسمنت بورتلانط طرة المصرية		0,99	0,36	11,99
أسمنت سيناء		2,14	1,51	13,77

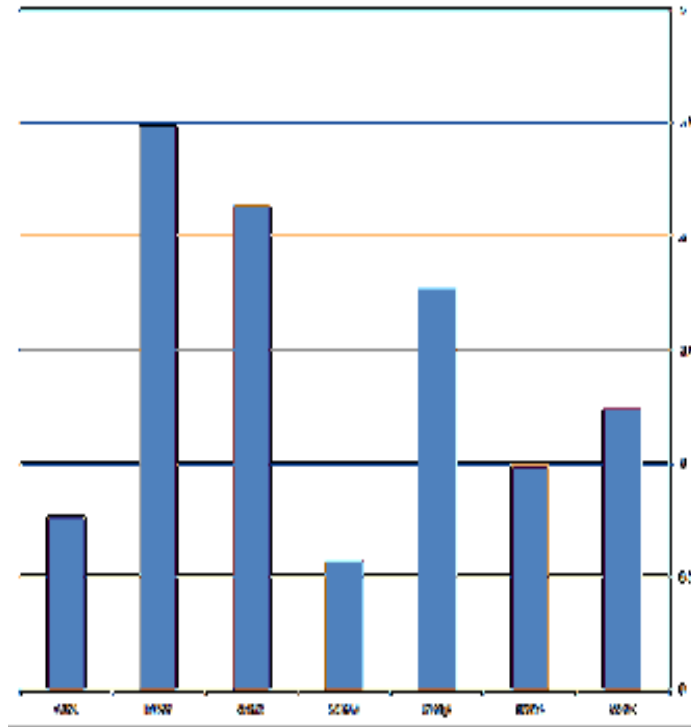
اسم المنشأة المصدرة	منحنى أداء السهم بسوق التداول	متوسط معدل التداول (مرة)	متوسط معدل التداول السريع (مرة)	متوسط معدل العائد على الأصول (%)
السويس للأسمنت		1,24	0,77	9,87
القومية للأسمنت		0,57	0,2	9,4
مصر بني سويف للأسمنت		2,48	1,55	13,37
مصر للأسمنت - قنا		1,77	1,5	30,25

المصدر: من إعداد الباحثين بناءً على عمليات المسح المستندي للقوائم المالية للشركات محل قيد الدراسة، بيانات التداول للبورصة المصرية، بنك المعلومات المالية Thomson Reuters.

من خلال الجدول السابق، نجد أن هناك تباين لسياسات لإدارة رأس المال العام بالشركات قيد الدراسة، حيث نجد ثلاث شركات تحقق صافي رأس مال سالب مقابل أربع شركات تحقق صافي رأس مال عامل إيجابي، ويمكن التأكد من ذلك إعتقاداً على معدل التداول والموضح من خلال الشكل رقم (2).

شكل رقم (2)

متوسط معدل التداول لمفردات عينة خلال فترة الدراسة



المصدر : من اعداد الباحثان بناء على عمليات المسح المستندي للقوائم المالية للشركات محل الدراسة

أما عن مدى إرتباط المؤشرات المالية التي تعبر عن إدارة رأس المال العامل فنجد أن جدول رقم (3) يعرض مصفوفة الإرتباط بين معدل التداول ومعدل التداول

السريع لمفردات عينة خلال فترة الدراسة، وقيم المصفوفة تشير إلى توافر ارتباط معنوي بين المعدلين قدره (96%) عند مستوى (1%).

جدول رقم (3)

مصفوفة الارتباط بين معدل التداول ومعدل التداول السريع لمفردات عينة خلال

فترة الدراسة

Correlations

		QUICK_R	CURRENT
Pearson	QUICK_R	1.000	.960**
Correlation	CURRENT_	.960**	1.000
Sig.	QUICK_R	.	.000
(2-tailed)	CURRENT_	.000	.
N	QUICK_R	35	35
	CURRENT_	35	35

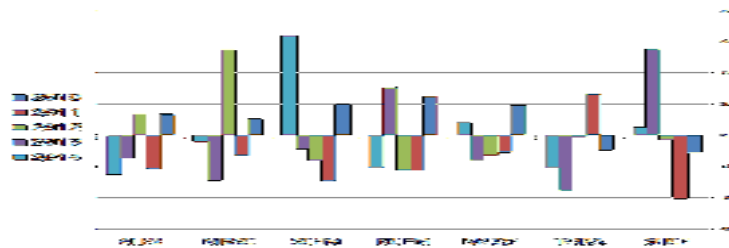
** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

المصدر : مخرجات حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

أما عن العوائد السنوية للأسهم العادية، فمن خلال الشكل البياني رقم (3) نجد أن قيم هذه العوائد متباينة هي الأخرى، حيث تأثرت تلك العوائد بارتفاع المخاطر السياسية أثناء فترة الدراسة، وقد حقق سهم شركة أسمنت سيناء أكبر متوسط عائد سنوي، بينما حقق سهم شركة أسمنت بورتلاند طرة المصرية أدنى قيمة لهذا المؤشر.

شكل رقم (3)

متوسط عوائد الاسهم العادية لمفردات عينة خلال فترة الدراسة

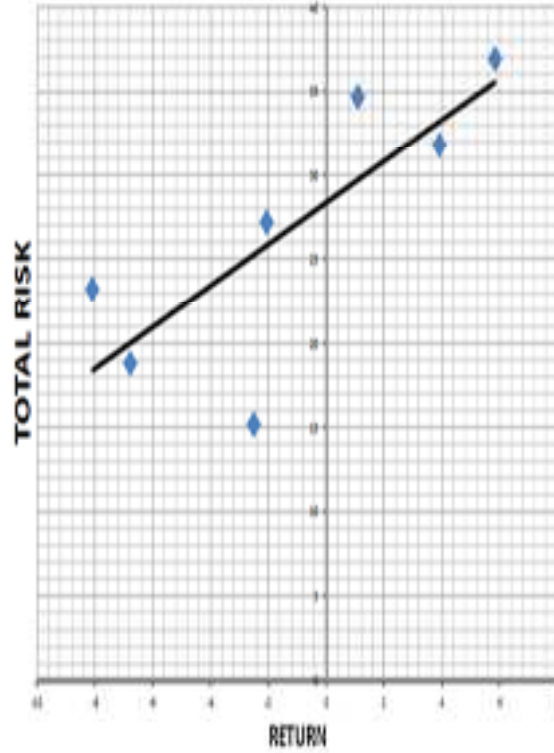


المصدر : من اعداد الباحثان بناء على عمليات المسح المستندي لبيانات البورصة المصرية للشركات محل الدراسة

ومن خلال الشكل رقم (4) الذي يوضح شكل الإنتشار للعلاقة بين العائد (متوسط العائد السنوي) والمخاطر الكلية (الإنحراف المعياري) نجد أن هناك علاقة خطية (علاقة طردية)، وهو الأمر الذي يتماشى مع الأساس النظري في هذا الصدد، وقد حقق سهم شركة أسمنت سيناء أفضل علاقة في هذا الشأن.

شكل رقم (4)

عائد و مخاطر الاسهم العادية لمفردات عينة خلال فترة الدراسة



المصدر : من اعداد الباحثان بناء على عمليات المسح المستندي لبيانات البورصة المصرية للشركات محل الدراسة

اختبار الفروض:

اختبار الفرض الاول:

يوضح الجدول التالي (9) مخرجات عمليات الاستدلال الإحصائي لاختبار هذا الفرض من خلال أسلوب تحليل الانحدار "Regression":

جدول رقم (9)

مخرجات الاستدلال الإحصائي للفرض الاول

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.827 ^a	.684	.665	3.8867

a. Predictors: (Constant), QUICK_R, CURRENT_

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1048.304	2	524.152	34.697	.000 ^a
	Residual	483.405	32	15.106		
	Total	1531.709	34			

a. Predictors: (Constant), QUICK_R, CURRENT_

b. Dependent Variable: ROA

المصدر : مخرجات حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

يلاحظ من الجدول السابق رقم (9) ان قيمة معامل (F) المحسوبة هي (34,697) وهى معنوية عند مستوى (1%) ، وتدل هذه النتيجة على وجود تأثير معنوي لإدارة رأس المال العامل على معدل العائد على الأصول بشركات الأسمنت المصرية

اختبار الفرض الثاني:

يوضح الجدول التالي (10) مخرجات عمليات الاستدلال الإحصائي لاختبار هذا الفرض من خلال أسلوب تحليل الانحدار "Regression":

جدول رقم (10)

مخرجات الاستدلال الإحصائي للفرض الثاني

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.754 ^a	.569	.542	3.3016

a. Predictors: (Constant), QUICK_R, CURRENT_

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	460.668	2	230.334	21.131	.000 ^a
	Residual	348.815	32	10.900		
	Total	809.483	34			

a. Predictors: (Constant), QUICK_R, CURRENT_

b. Dependent Variable: HR

المصدر : مخرجات حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

يلاحظ من الجدول السابق رقم (10) ان قيمة معامل (F) المحسوبة هي (21,131) وهى معنوية عند مستوى (1%) ، وتدل هذه النتيجة على وجود تأثير معنوي لإدارة رأس المال العامل على عائد أسهم شركات الأسمنت المصرية

اختبار الفرض الثالث:

يوضح الجدول التالي (11) مخرجات عمليات الاستدلال الإحصائي لاختبار هذا الفرض من خلال أسلوب تحليل الانحدار "Regression":

جدول رقم (11)

مخرجات الاستدلال الإحصائي للفرض الثالث

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.533 ^a	.284	.239	6.6904

a. Predictors: (Constant), QUICK_R, CURRENT_

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	567.452	2	283.726	6.339	.005 ^a
	Residual	1432.355	32	44.761		
	Total	1999.808	34			

a. Predictors: (Constant), QUICK_R, CURRENT_

b. Dependent Variable: SD

المصدر : مخرجات حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

يلاحظ من الجدول السابق رقم (11) ان قيمة معامل (F) المحسوبة هي (6,339) وهي معنوية عند مستوى (1%) ، وتدلل هذه النتيجة على وجود تأثير معنوي لإدارة رأس المال العامل على المخاطر الكلية لأسهم شركات الأسمنت المصرية.

اختبار الفرض الرابع:

يوضح الجدول التالي (12) مخرجات عمليات الاستدلال الإحصائي لاختبار هذا الفرض من خلال أسلوب تحليل الانحدار "Regression":

جدول رقم (12)

مخرجات الاستدلال الإحصائي للفرض الرابع

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.712 ^a	.507	.476	5.6309

a. Predictors: (Constant), QUICK_R, CURRENT_

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1042.488	2	521.244	16.440	.000 ^a
	Residual	1014.609	32	31.707		
	Total	2057.097	34			

a. Predictors: (Constant), QUICK_R, CURRENT_

b. Dependent Variable: SDE

المصدر : مخرجات حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

يلاحظ من الجدول السابق رقم (12) ان قيمة معامل (F) محسوبة هي (16,44) وهى معنوية عند مستوى (1%) ، وتدلل هذه النتيجة على وجود تأثير معنوي لإدارة رأس المال العامل على المخاطر غير المنتظمة لأسهم شركات الأسمت المصرية

اختبار الفرض الخامس:

يوضح الجدول التالي (13) مخرجات عمليات الاستدلال الإحصائي لاختبار هذا الفرض من خلال أسلوب تحليل الانحدار "Regression":

جدول رقم (13)

مخرجات الاستدلال الإحصائي للفرض الخامس

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.220 ^a	.048	-.011	.1965

a. Predictors: (Constant), QUICK_R, CURRENT_

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	6.289E-02	2	3.144E-02	.814	.452 ^a
	Residual	1.236	32	3.861E-02		
	Total	1.298	34			

a. Predictors: (Constant), QUICK_R, CURRENT_

b. Dependent Variable: BETA

المصدر : مخرجات حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

يلاحظ من الجدول السابق رقم (13) ان قيمة معامل (F) محسوبة هي (0,814) وهى غير معنوية ، وتدلل هذه النتيجة على وجود تأثير عدم وجود تأثير معنوي لإدارة رأس المال العامل على المخاطر المنتظمة لأسهم شركات الأسمنت المصرية

المبحث الرابع

النتائج و التوصيات

فى ضوء ما قام به الباحثان من استعراض للإطار الفكري لرأس المال ، الى جانب كل من نتائج الاختبارات الاحصائية لفروض يمكن استعراض النتائج والتوصيات على النحو التالى:

النتائج :

- أ- يوجد تأثير معنوي لإدارة رأس المال العامل على معدل العائد على الأصول بشركات الأسمنت المصرية عند مستوى معنوية (1%)، حيث تفسر إدارة رأس المال العامل (68,4%) من معدل العائد على الأصول بشركات الأسمنت المصرية المكونة لمفردات العينة.
- ب- يوجد تأثير معنوي لإدارة رأس المال العامل على عائد أسهم شركات الأسمنت المصرية عند مستوى معنوية (1%)، حيث تفسر إدارة رأس المال العامل (56,9%) من عائد أسهم شركات الأسمنت المصرية المكونة لمفردات العينة.
- ج- يوجد تأثير معنوي لإدارة رأس المال العامل على المخاطر الكلية لأسهم شركات الأسمنت المصرية عند مستوى معنوية (1%)، حيث تفسر إدارة رأس المال العامل (28,4%) من المخاطر الكلية لأسهم شركات الأسمنت المصرية المكونة لمفردات العينة.
- د- يوجد تأثير معنوي لإدارة رأس المال العامل على المخاطر غير المنتظمة لأسهم شركات الأسمنت المصرية عند مستوى معنوية (1%)، حيث تفسر إدارة رأس المال العامل (50,7%) من المخاطر غير المنتظمة لأسهم شركات الأسمنت المصرية المكونة لمفردات العينة.

هـ- لا يوجد تأثير معنوي لإدارة رأس المال العامل على المخاطر المنتظمة لأسهم شركات الأسمنت المصرية، و هو الامر الذى يتفق مع الاطار الفكري، كما هو الحال في نموذج تسعير الاصول الراسمالية CAPM، ونظرية المراجعة السعرية APT .

التوصيات

في ضوء ما توصل إليه الباحثان من نتائج ، يمكن تقديم التوصيات التالية:

اولاً: توصيات خاصة بمديري منشآت الاعمال

أ- اعطاء الاهتمام الكافي لإدارة رأس المال العامل، باعتباره جزءاً أساسياً من قرارات المالية ذات الارتباط بقدرة المنشأة على الاستمرار The Entity's Ability to Continue.

ب- العمل على الموازنة بين هدفي السيولة Liquidity والربحية، Profitability حيث أن ارتفاع صافي رأس المال العامل بشكل كبير يعني ارتفاع السيولة وانخفاض الربحية، فيما يشير انخفاض صافي رأس المال العامل إلى ارتفاع الربحية وانخفاض السيولة، وبذلك قد يعرضها لمخاطر عدم القدرة على الإيفاء بالتزاماتها القصيرة الأجل.

ج- يمكن تحقيق هدف تعظيم ثروة الملاك من خلال اعادة هيكلة محددات دورة التحويل النقدي Cash Conversion Cycle، عبر تدنية كل من متوسط عمر المخزون ومتوسط فترة التحصيل، مقابل تعظيم فترة السداد.

د- الاستخدام والتطبيق الفعال للنماذج الكمية Quantitative Models لإدارة رأس المال العامل للارتقاء مستوى الاداء المالى لمنشآت الاعمال.

ثانياً: توصيات خاصة بالمحللين الماليين

أ- الاهتمام بتحليل إدارة رأس المال العامل ، حيث يعد أحد العناصر الأساسية لتحليل الأداء المالى لمنشآت الاعمال، وذلك نظراً لارتباطه

بعمليات التشغيل اليومية من جهة، ولدوره في المواءمة بين هدفي السيولة والربحية على المدى الطويل من جهة أخرى، عوضاً على ارتباط إدارة رأس المال العامل بالمخاطر غير المنتظمة *Unsystematic Risk*.
 ب- الاعتماد على المؤشرات غير المالية الى جانب المؤشرات المالية عند تقييم اداء عمليات ادارة راس المال العامل .

ثالثاً: توصيات خاصة بالجهات الإشرافية و الرقابية على الاسواق المالية:

أ- تطوير قواعد القيد واستمرار قيد الاوراق المالية بما يلزم المنشآت المصدرة للإفصاح على اسس تقييم وقياس مكونات راس المال العامل، مما يحيد من عدم تماثل المحتوى المعلوماتي *the Information Content* بين الاطراف ذات العلاقة.
 ب- تطوير قواعد القيد واستمرار قيد الاوراق المالية بما يلزم المنشآت المصدرة للإفصاح عن المعلومات غير المالية بجانب المعلومات المالية المتعلقة براس المال العامل مما يحيد من عدم تماثل المحتوى المعلوماتي بين الاطراف ذات العلاقة.

رابعاً : توصيات خاصة بالدراسات المستقبلية

أ- تحليل كفاءة ادارة راس المال العامل: دراسة مقارنة قطاعية.
 ب- تحليل سياسات ادارة راس المال العامل : دراسة مقارنة قطرية.
 ج- اثر تحرير سعر الصرف على سياسات راس المال العامل: دراسة حدث.

قائمة المراجع

1. بلال كيموش (2014)، "دور المصاريف والنواتج غير النقدية واحتياجات رأس المال العامل في إدارة الأرباح: حالة المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر 2005 - 2009"، مجلة الباحث، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة - الجزائر، العدد الرابع عشر، ص ص 43 - 56.
2. حمد عبدالحسين راضي (2009)، "العلاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية في الشركات، دراسة تحليلية في عينة من الشركات الصناعية العراقية للمدة 1999 - 2002"، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 11، العدد4، ص ص 8 - 37.
3. حمزة الزبيدي وحسين سلامة (2012)، "العلاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية: دراسة تحليلية عن الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي للفترة 2004 - 2007"، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز - الإقتصاد والإدارة، مج 26، ع(2)، ص ص 237 - 296.
4. حنان جابر (2012)، "التكامل بين مدخل القيمة المضافة ومدخل التقويم المتوازن للأداء لتعزيز الدور الإستراتيجي للمراجعة الداخلية في تحسين عملية إدارة مخاطر أعمال المنشآت: دراسة ميدانية على قطاع الأسمنت في جمهورية مصر العربية، المجلة العلمية للإقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ع(1)، ص ص 563 - 664.
5. عائشة مصطفى المنياوي، منى صلاح الدين شريف، منال عبدالكريم (2012)، "استخدام بطاقة قياس الأداء المتوازن في تفعيل نظم الإدارة البيئية بمنظمات الأعمال الصناعية: دراسة تطبيقية على قطاع صناعة الأسمنت"، المجلة العلمية للإقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ع (3)، ص ص 355 - 384.

6. عبدالسلام عبدالستار إسماعيل (2011)، "صناعة الأسمنت في مصر: دراسة جغرافية تطبيقية لمصنع أسمنت سيناء بمحافظة شمال سيناء"، مجلة الشرق الأوسط، مركز بحوث الشرق الأوسط بجامعة عين شمس، ع28، ص ص 358 - 451.
7. محمود سيد أحمد سالم، علي سيد بخيت، مروان جابر أحمد محمد (2013)، "تكلفة تأمين بعض أخطار التلوث الناتج عن صناعة الأسمنت"، مجلة البحوث التجارية المعاصرة، كلية التجارة، جامعة سوهاج، مج (27)، ع (1)، ص ص 317 - 336.
8. مصطفى شعبان طه (2015)، "نموذج إحصائي مقترح للتنبؤ بالطلب على صناعة الأسمنت في جمهورية مصر العربية"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ع (1)، ص ص 599 - 627.
9. منير إبراهيم هندي (2014)، "الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر"، الطبعة التاسعة، الإسكندرية: المكتب العربي الحديث.
10. موفق ربابعة (2013)، "إدارة رأس المال العامل وآثارها على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية السعودية المساهمة العامة خلال الفترة 2000 - 2010"، مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة القصيم، المجلد (7)، العدد (1)، نوفمبر، ص ص 1 - 29.
11. Afza, T. and Nazir, M. S.(2008). "Working Capital Efficiency and Firm Profitability: Nigeria and Kenya, "**Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences**, Vol.1, No. 6, pp. 25-36.
12. Allen, E. J., Larson, C. R., & Sloan, R. G. (2013), " Accrual reversals, earnings and stock returns", **Journal of Accounting and Economics**, Vol.56, No.1,pp. 113-129.
13. Anol Bhattacharjee (2012) "**Social Sciences Research: Principles, Methods, and Practices**, Second Edition, USA: University of South Florida.

14. Baños- Caballero, S.; Garcia-Teruel; P. J. and Martinez-Solano, P. (2014). "Working Capital Management, Corporate Performance, and financial constraints, "**Journal of Business Research**, Vol.67, No. 3, pp. 332-338.
15. Brigham, E. F. and Ehrhardt, M. C. (2013). "Financial management: Theory & Practice", **edition**, Cengage Learning.
16. Çelik, R., Bilen, B., & Bilen, Ö. (2016),"The Impacts of Changes in Macro-Economic Data on Net Working Capital: The Case of Turkey's Industrial Sector", **Procedia Economics and Finance**, Vol.38, pp.122-134.
17. Charitou, M. S; Elfani, M. and Lois. P. (2010). "The Effect of Working Capital Management On Firms Profitability: Empirical Evidence From An Emerging Market "**Journal of Business & Economics Research**, Vol.8, No. 12.
18. Deloof, M. (2003) "Does Working Capital Management affect Profitability of Belgian firms? "**Journal of Business finance & Accounting**, Vol. 30, No. 3& 4, pp. 573-588.
19. Dong, H., & Su, J. T. (2010),"The relationship between working capital management and profitability: a Vietnam case", **International Research Journal of Finance and Economics**, Vol.49, pp.62-71.
20. Eljelly, A. M. (2004) "Liquidity- Profitability tradeoff: an empirical investigation in an emerging market", **International Journal of Commerce and Management**" Vol. 14, No.2, pp. 48-61.
21. Farooq, U., Maqbool, M. Q., Waris, M., & Mahmood, R. (2016),"Liquidity Risk, Performance and Working Capital Relationship of Cash Conversion Cycle: an Empirical Study of the Firms in Pakistan", **International Journal of Information Research and Review**, vol.3,No.3, pp. 1946-1951.
22. Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2011), "**Principles of Managerial Finance**", 13th Edition. Prentice Hall.

23. Juan Garcia – Teruel, P. and Martinez-Solano, P. (2007), "Effects of working capital management on SME profitability", **International Journal of managerial finance**, Vol.3, No.2, pp. 164-177.
24. Kasiran, F. W., Mohamad, N. A., & Chin, O. (2016), "Working Capital Management Efficiency: A Study on the Small Medium Enterprise in Malaysia", **Procedia Economics and Finance**, Vol.35, pp.297-303.
25. Kieschnick, R. Laplante, M. and Moussawi, R. (2006). "Corporate working capital management: determinants and consequences", **International Journal of managerial finance**, Vol.3 No.2, pp. 164-177.
26. Kieschnick, R. Laplante, M. and Moussawi, R. (2013). "**working capital management and shareholders wealth**", **Review of finance**, Vol.17, No.5, pp.1827-1852.
27. Lazaridis, I., & Tryfonidis, D. (2006). Relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens stock exchange. **Journal of financial management and analysis**, Vol.19 ,No.1.
28. Lind, Douglas A. Marshal, William G. and Wathen Samuel A. (2008). "**statistical Techniques in Business & Economics With Global Data sets**", Thirteen Ed., New York : McGraw-Hill.
29. Lucian, J. P. (2014). "Working Capital Efficiency and Firm Profitability: Nigeria and Kenya", **International Journal of Social, Education, Economics and Management Engineering**, Vol.8, No. 6, pp. 1648-1653.
30. Nobanee, H. and Alhajar, M. (2009). "A note on working capital management and corporate profitability of Japanese firms", **working paper**, Available at SSRN 1433243.
31. Ogundipe, S. E. Idowu, A. and Ogundipe, L. O. (2012). "**working capital management firms' performance and market valuation in Nigeria**", World Academy of science, Engineering and Technology, Vol.61, No.1, pp.1196-1200.

32. Pitt, L. J. (2014). " working capital Efficiency and firm profitability-Nigeria and Kenya", **International Journal of social, Behavioral, Educational, Economic, Business and Industrial Engineering**, Vol.8, No.6, pp.1670-1675.
33. Raheman, A. and Nasr, M. (2007). "working capital management and profitability-case of Pakistani firms", **International review of business research papers**, Vol.3, No.1, pp.279-300.
34. Rosner, R. (2003), Earnings Manipulation in Failing Firms Contemporary. **Accounting Research**, Vol.20, No. 2, pp: 361-408.
35. Samadi, R. and Jamshidi, M. M. (2016). "A survey On the Relationship Between Aggressive Strategies in working capital management and Productivity In Listed Companies In Tehran Stock Exchange", **Journal of Administrative Management, Education and Training**, Vol.12, No.2, pp.120-129.
36. Sunday, E. O; Abiola I. and Lawrencia, O.O. (2012) "Working Capital Management, Firms' Performance and Market Valuation in Nigeria " **International Journal of Social, Education, Economics and Management Engineering**, Vol.6, No. 1, pp. 19-23.
37. Uyar, A. (2009). "The relationship of cash conversion cycle with firm size and profitability: an empirical investigation in Turkey", **International research Journal of Finance and Economics**, Vol.24, No.2, pp.186-193.