

العنوان:	الأثر الموقفي لهيكل التمويل وسعر الفائدة لتفسير الاختلاف بين الأداء السوقي والمحاسبي لأسهم شركات الأدوية المصرية
المصدر:	الفكر المحاسبي
الناشر:	جامعة عين شمس - كلية التجارة - قسم المحاسبة والمراجعة
المؤلف الرئيسي:	درويش، حنان محمد
المجلد/العدد:	مج19, ع4
محكمة:	نعم
التاريخ الميلادي:	2015
الشهر:	ديسمبر
الصفحات:	774 - 747
رقم MD:	753773
نوع المحتوى:	بحوث ومقالات
اللغة:	Arabic
قواعد المعلومات:	EcoLink
مواضيع:	المحاسبة المالية ، الأسهم المالية ، التمويل ، شركات الأدوية ، مصر
رابط:	https://search.mandumah.com/Record/753773

الأثر الموقفي لهيكل التمويل وسعر الفائدة لتفسير

الاختلاف بين الأداء السوقي والمحاسبي

لأسهم شركات الأدوية المصرية

الدكتورة

حنان محمد درويش

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة- جامعة السويس

الأثر الموقفي لهيكل التمويل وسعر الفائدة لتفسير

الاختلاف بين الأداء السوقي والمحاسبي

لأسهم شركات الأدوية المصرية

حنان محمد درويش

مدرس بقسم المحاسبة والمراجعة

كلية التجارة- جامعة السويس

تلخيص:

قد يختلف الأداء المحاسبي والمالي للسهم عن أدائه السوقي، وقد يفسر خطر عدم السداد ذلك الاختلاف، قد ينشأ خطر عدم السداد من قرار داخلي متمثل في زيادة نسبة الديون التي يتم الاعتماد عليها، أو بسبب خارجي مثل تذبذب سعر الفائدة في سوق المال . يهتم هذا البحث باختبار أساسي لمعرفة اثر التغير في كل من سعر فائدة الائتمان و نسبة الديون في هيكل رأس المال كمتغيرات مستقلة من جانب على التغير في قيمة السهم في السوق كمتغير تابع من جانب آخر . رغم أن غالبية الدراسات السابقة تؤيد فكرة وجود هيكل أمثل لرأس المال ووجود علاقة بين نسبة الديون ومعدلات الربحية ، إلا أن هناك تضارب فيما توصلت إليه تلك الدراسات على العديد من الأسواق ، حيث أن دراسات غير مؤيدة لوجود ما يسمى بهيكل رأس المال الأمثل ، وتؤكد عدم وجود علاقة سواء بين نسبة الديون في هيكل التمويل مع مؤشرات الربحية المحاسبية أم مع ربحية السهم السوقية ، وبصفة خاصة في الأسواق الناشئة . توجد فجوة علمية على مستوى الأدب المحاسبي ، حيث لم يتم تناول أثر المتغيرات الاقتصادية من خارج المنظمة على هيكل رأس المال ومنها تغير سعر الفائدة ، فهيكّل رأس المال الأنسب يتأثر بالظروف الاقتصادية ، سواء بشكل عام أم في الأسواق الناشئة بشكل خاص.

يتمثل مجتمع الدراسة في شركات قطاع الأدوية المصرية ، وتمثل عينة الدراسة في الشركات الأكثر دائنيه ومسجلة في البورصة المصرية وبيانات المراكز المالية وقوائم الدخل خلال فترة ٢٠٠١-٢٠١٣ . يمكن وضع النتائج التي يمكن استخلاصها من اختبار فروض الدراسة موضعاً وسطاً بين التأييد والقبول بالمقارنة بالدراسات السابقة ، فعند إجراء التحليل على سلسلة تاريخية من بيانات كل شركة من شركات الدراسة ، تبينت النتائج من شركة لأخرى . خلصت الدراسة إلى أن هيكل التمويل له تأثير على بعض الشركات دون غيرها ، كما أن تفسيره لعائدها السوقي يتراوح بين الضعيف والمتوسط ، كما أنه يتراوح بين الطردي والعكسي ، أي انه لا يمكن اشتقاق

قاعدة علمية عامة موحدة لجميع الشركات ، وبناء عليه لا يمكن تعميم نظرية هيكل رأس المال ، وكذلك لا يمكن تجاهلها ، فهي حالة خاصة لكل شركة بمعالم نموذج فريد عن بقية الشركات . أن اثر هيكل التمويل الموقفي لا يمكن معه استخدام النماذج العامة ، ويوصي المحلل المالي في كل شركة من دراسة بياناتها واشتقاق المعالم الخاصة به ، لأن الاعتماد على النماذج العامة سيكون مضللا ، كما أن عدم استخدام نماذج على الاطلاق سيؤثر على جودة القرار المالي سلبيا . فعلى كل شركة أن تستخرج النموذج الخاص بها عند تحديد هيكل رأس المال الأمثل .

١- مقدمة :

تشير نظرية هيكل رأس المال إلى أن قيمة سهم الشركة التي تستخدم الديون في تمويل أصولها ترتفع بدرجة الرفع المالي الناشئ من الوفرة الضريبي الذي تحققه هذه الشركة حتى نقطة تمثل " هيكل رأس المال الأمثل " إذا تم تخطينها تؤدي لزيادة درجة الخطر ، ومن ثم زيادة تكلفة الاقتراض ، وهذه الزيادة في تكلفة الاقتراض ستكون أعلى من الوفرة الضريبي الناشئ من الاقتراض ، وبذلك يتم الابتعاد عما يسمى هيكل رأس المال الأمثل الذي يعمل على رفع القيمة السوقية للسهم عند اعلى درجة ممكنة في ظل توافر افتراضات كفاءة السوق ، وقد تؤدي في بعض الحالات إلى تخفيض العائد على السهم ومن ثم قيمة السهم بدرجة أكبر من علاوة خطر عدم السداد بما يمثل بعض الحالات *overreacting* ، ولذلك فهناك حاجة ليس فقط إلى معرفة تلك النقطة التي يتم التوقف عندها عن الاقتراض وعدم الالتجاء إلى مزيد من الديون حتى لا يأتي ذلك القرار بنتيجة عكسية وتخفيض سعر السهم في السوق، ولكن الأمر بحاجة إلى إعادة طرح تساؤلات مثل : هل مازالت نظرية هيكل رأس المال صالحة في مختلف الظروف الاقتصادية ؟ وهل أساسا تتأثر قيمة الشركة بتغير نسبة الديون في هيكل رأس المال ؟ وما هو مدى تأثير تغير تلك النسبة في حالة ثبوت معنوية ذلك الأثر ؟ وهل هي قاعدة علمية عامة يبنى عليها قانون كمي يستخدم في التخطيط المحاسبي بما يخدم متخذ القرار المتعلق بهيكل رأس المال الأمثل ؟ أم أنها قضية حالة ، حيث يتفاوت الأثر بين المعنوي واللا معنوي ، الطردي والعكسي ، القوي والضعيف ، بحيث يكون لكل شركة معالم نموذج خاص بها وموقفي . وعلى الرغم من تعدد الدراسات التي تناولت هيكل رأس المال وأثره على قيمة الشركة في الأدب المالي ، إلا أن هناك حاجة إلى المزيد من البحوث التطبيقية في هذا المجال وبصفة خاصة في حالة البورصة المصرية ، كما أن اثر سعر الفائدة كمتغير يجب تحليله في هذه العلاقة لم يتم تركيز الضوء عليه في الدراسات السابقة في المجال ، حيث أن هناك احتمال بأن يكون لسعر الفائدة أثر على هيكل التمويل الأمثل ، بحيث قد يتوقف المزيج الأمثل بين حق الملكية والديون ليس فقط على الوفرة الضريبي وعلاوة خطر السداد ، وإنما على متغيرات أخرى اقتصادية أو أخرى خارجية عن الشركة ، ومن بين هذه المتغيرات محتملة الأثر على هيكل التمويل الأمثل متغير مثل معدل سعر فائدة الائتمان ، فإذا ثبت تأثيرها يجب أن تؤخذ في الاعتبار عند اتخاذ قرار بتحديد هيكل رأس المال الأمثل لتعظيم قيمة الشركة.

وسوف يهتم هذا البحث باختبار أساسي لمعرفة أثر التغيير في كل من سعر فائدة الائتمان ونسبة الديون في هيكل رأس المال من جانب ، وعلى التغيير في قيمة السهم في السوق من جانب آخر .
وسيتيم فيما يلي تناول الخلفية العلمية والدراسات السابقة لهذا الموضوع ويليها تحديد منهجية تحليل فروض الدراسة بما يحقق أهدافها ، على أن ينتهي بعرض أهم نتائج وتوصيات الدراسة .

٢- اقتراض الشركات :

ذكر العديد من الاكاديميين في مجال تمويل الشركات ومنهم منسي (٢٠١٠) و Bringham (٢٠١٤) و Ross, et al, (٢٠١٤) أن هناك ثلاثة أسباب رئيسية لاقتراض الشركات كما يلي :

١/٢ - إنشاء مشروع جديد أو التوسع في مشروع قائم :

وقد يكون ذلك في صورة إنفاق رأسمالي (زيادة الأصول الثابتة) ، تمويل رأس المال العامل (زيادة الأصول قصيرة الأجل المتداولة) ، أو دمج والاستحواذ على شركة أخرى (شراء أسهم أو أصول شركة أخرى) .
ويعتبر الاقتراض هنا وسيلة جيدة للشركات الصغيرة ومتوسطة الحجم والتي تنمو بسرعة ولا يكفي التدفق النقدي الناتج من التشغيل لتمويل الزيادة في المخزون وأوراق القبض .

٢/٢ - تخفيض نوع معين من الالتزامات واستبداله بأخر:

احد أهداف استبداله الالتزامات تخفيض التكلفة ، ففي بعض الأحيان يكون هناك دين قائم بسعر فائدة عالي ثم انخفضت أسعار الفائدة في السوق بعد ذلك بفترة ، وهنا قد تقوم الشركة بالاقتراض بسعر الفائدة المنخفض وتدفع القرض ذو سعر الفائدة المرتفع قبل ميعاد استحقاقه ، توجد هذه الحالة في بعض الشركات الكبيرة في الصناعات المستقرة حيث يكون التدفق النقدي للعمليات والتشغيل كافي لأي زيادة مطلوبة في جانب الأصول .

وهناك هدف آخر لاستبدال الالتزامات هو إطالة فترة استحقاق الالتزام ، ففي بعض الأحيان يكون هناك قروض قصيرة الأجل مستحقة أو أوراق دفع مستحقة، واللجوء للاقتراض هنا يكون عبارة عن استبدال التزام ما بالتزام آخر أطول أجلاً ، أو لدفع توزيعات الأرباح ، أو إعادة شراء جزء من اسهم الشركة نفسها من السوق ، ولا يصاحب ذلك زيادة في حجم الأصول كما سبق .

٣/٢ - دفع تكاليف التشغيل:

وتحدث في حالة عدم كفاية إيرادات التشغيل من تغطية تكاليف التشغيل مثل المرتبات والإيجارات والضرائب وليس معنى ذلك أن الشركة في حالة خسارة هنا ، فالفرق كبير بين الخسائر المحاسبية والعجز في التدفق النقدي ،

ففي بعض الأحيان يكون للشركة صافي ربح ولكن عجز في السيولة نتيجة أن التدفق النقدي الداخل غير كافي لتغطية التدفق النقدي الخارج . وهناك ثلاثة حالات كما يلي :

- الشركة في مرحلة البدء ، مثل شركات تطوير البرامج التي تمكث سنوات بدون مبيعات حتى يتم تطوير حزم البرامج وتبدأ بالمبيعات ، وأثناء فترة الإعداد يتم التمويل من خلال حق الملكية والقروض .
- قد تتم عملية الإنتاج قبل موسم المبيعات ، ومعنى ذلك أن الشركة هنا لديها حالتين متضادتين ، الأولى عجز لتمويل رأس المال العامل قبل موسم الإنتاج ، والثانية زيادة في التدفق النقدي الداخل أثناء موسم المبيعات .
- الشركات التي تتعرض لدورات صعود وهبوط قد تقترض خلال مواسم الركود والكساد لتغطية العجز.

٤/٢- مصادر السداد للمقترض :

ان المصدر الأساسي للسداد الطبيعي هو مبيعات المستقبل ، فاذا كانت تلك المبيعات أكبر من مبيعات نقطة التعادل ، تبدأ الأرباح في الظهور ، وإذا صاحبها تدفق نقدي داخل أكبر من الخارج، صاحب الأرباح فائض من النقدية يمكن الشركة من التوسع أو زيادة توزيعات الأرباح أو سداد ديونها .

وتتوقف هذه المبيعات على مجموعة من العناصر كما هو موضح بالشكل رقم (١) التالي.



شكل رقم (١) العناصر المؤثرة على اقتراض الشركات

المصدر : منسي ، عبد العاطي لاشين محمد (٢٠١٢)، سعر الفائدة والبنوك والبورصات وتعريف الربا (القاهرة : دار فجر للنشر) ص ١٣٣ .

٣- الدراسات السابقة

يقصد بهيكل رأس المال نسبة الديون لحق الملكية ويقصد باختلال هيكل التمويل زيادة نسبة الديون لحق الملكية بالشكل الذي يؤدي لزيادة تكلفة خدمة الدين بما يفوق صافي ربح التشغيل، ويؤدي لزيادة خطر عدم السداد .

ويقصد بالحجم الفعال للشركة عندما تكون التكلفة الحدية للمنتج أقل ما يمكن ، بحيث إذا ارتفع حجم الإنتاج أو انخفض فسوف ترتفع التكلفة الكلية للوحدة المنتجة ، وبذلك يصبح حجم الشركة فعالا عند الوصول إلى تلك النقطة التي تنخفض عندها التكلفة الكلية للوحدة بأقل ما يمكن ويصبح هامش مساهمة الوحدة المباعة أكبر ما يمكن ، وكذلك تصبح أفضل نقطة للأرباح التشغيلية ، ويقصد بخدمة الدين كل من فوائد القرض وقسط القرض ، وقد يقوم الطرفان الدائن والمدين على الاتفاق على خدمة الدين بأقساط متساوية أو غير متساوية .

فإذا كانت الأقساط متساوية لخدمة الدين فيعني ذلك تثبيت سعر فائدة القرض طوال فترة الاقتراض المتقاعد عليها ، بينما اذا كانت أقساط خدمة الدين غير متساوية فذلك قد يعني تجزئة أصل القرض على أقساط متساوية أو تصاعديّة أو تنازليّة واحتساب سعر الفائدة على الرصيد القائم .

ولقد تنوعت الدراسات التي تتفق أو لا تتفق مع وجود هيكل أمثل لرأس المال ، ومن الدراسات المؤيدة لوجود هيكل تمويل أمثل وحجم فعال للشركة

Jensen. & Mackling, (1979), Harris & Raviv, (1991), Leland, & Toft, (1996), Leland, (1998), Barclay, & Smith, (1999) ,Damodain, (1999) .

ومن الدراسات الأحدث المؤيدة لوجود هيكل أمثل لرأس المال دراسات مثل

Abbadi & Abu-Rub, (2012), Muritala, & Oguntade, (2013), Nirajini, & Priya, (2013).

بينما كانت دراسة Varilla, &Limack (1998) من الدراسات المبكرة غير المؤيدة لوجود هيكل

أمثل لرأس المال، ومن الدراسات الأحدث غير المؤيدة أو التي توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين هيكل رأس المال والربحية .

Fozia et al. (2011), Prahalathan & Ranjani, (2011), Shahid, (2012), Al-Taani, (2013) , Ogebe, et al, (2013), Thi., and Duc.,(2013).

بدأ كل من Modigliani, & Miller, (1958) هذا الاتجاه من البحوث الذي يهتم بالنقطة المثلى لافتراض الشركات ، في دراستهم لتكلفة رأس المال وتمويل الشركة ونظرية الاستثمار وخلصت الدراسة - بافتراض كفاءة الأسواق وعدم وجود ضرائب - إلى أن قيمة الشركة تتوقف على قرارات الاستثمار وليس قرارات التمويل ، كما تزيد تكلفة الفرصة البديلة لحق الملكية (معدل العائد المطلوب) عند زيادة نسبة الديون لحق الملكية ، فكلما أضافت الشركة ديونا كلما طالب أصحاب حق الملكية عائدا أعلى للتعويض عن الخطر الإضافي الناشئ من تولد خطر عدم سداد الديون ، بالإضافة إلى أنه لن تكون هناك ميزة من اللجوء إلى الديون لتمويل أصول الشركة ، حيث أن قيمة الشركة لا تتغير ، فلن تؤثر طريقة تمويل الأصول على زيادة المبيعات ، كما أن العائد الإضافي على حق الملكية الناتج من الرفع المالي واستخدام الديون ذات التكلفة المنخفضة سوف يفقد أثره من خلال زيادة خطر عدم السداد، بما يزيد من معدل العائد المطلوب على حق الملكية ومن ثم وضع علاوة خطر إضافية أعلى من سعر فائدة الائتمان لمواجهة زيادة خطر الشركة .

في دراسة أخرى لنفس الباحثين Modigliani, & Miller, (1963) ، وبافتراض كفاءة الأسواق ووجود ضرائب على الشركات ، توصلت هذه الدراسة إلى أن المظلة الضريبية تمكن حملة الأسهم من تحقيق عائد إضافي ، تؤدي لأن يتجه متخذي القرار نحو تمويل أصول الشركة من الديون بناء على ذلك .

إن قيمة الشركة التي تستخدم الديون في تمويل أصولها ترتفع بدرجة الرفع المالي الناشئ من الوفر الضريبي ، وعند حد معين من الإقراض ترتفع درجة خطر الشركة بما يؤدي لزيادة تكلفة الإقراض بما يلغي الميزة الضريبية وقد يؤدي في بعض الحالات لتخفيض سعر السهم في السوق .

ومن الدراسات التطبيقية في المجال دراسة كل من " Varilla, & Limack (1998) للتعرف على العلاقة بين التقسيم وفقا لنوع الصناعة وهيكل رأس المال في المملكة المتحدة . حيث أثبتت الدراسة عدم وجود علاقة بين نوع الصناعة وهيكل رأس المال ، وكذلك عدم وجود ما يسمى بهيكل رأس مال أمثل في المملكة المتحدة . على عكس ما توصلت إليه دراسة أخرى Haris, & Ravive (1991) سوف يتم تناولها في مجموعة الدراسات التي تؤيد أن هناك أثر لهيكل التمويل على قيمة الشركة .

وقد تعددت من جانب آخر الدراسات التي تؤيد فكرة وجود هيكل رأس مال أمثل ، منها دراسة Jensen, & Mackling, (1976) التي تناولت أثر تكلفة الوكالة على قرار التمويل ، وتؤيد أن هناك ما يسمى بهيكل التمويل الأمثل والحجم الفعال للشركة ، وبذلك فهي على النقيض من دراسة " فاريللا وليماك "

(1998) Varilla, & Limack السابقة ، ويعني جنسن ومكلنج بتكلفة الوكالة بتكلفة استبدال الأصول ، حيث قد يقوم مدير الشركة بالاستثمار في أصول أكثر خطورة من الأصول (مثل) التي تم الاقتراض لتمويلها للحصول على عائد أعلى ، وبذلك سوف تثبت تكلفة الدين مع زيادة خطر الأعمال . فمثلا اذا كان عقد القرض لتمويل أصل ما بدرجة خطورة واحدة ، فإن استخدام ذلك القرض لتمويل أصل آخر بدرجة خطورة أعلى، فذلك معناه استخدام قرض بسعر منخفض في تمويل أصل يجب أن يكون سعر الاقتراض عليه عند سعر أعلى ، وهو ما يضر بموقف الدائن مانح القرض.

ويعني ذلك أن معدل العائد المطلوب من قبل الدائنين سوف يقابله مستوى أعلى من الخطر في الواقع العلمي ولكن لن يحصلوا إلا على المعدل السابق التعاقد عليه في عقد الدين ، ويؤدي هذا إلى تخفيض القيمة السوقية لثروة دائني المشروع . تعد تكلفة الوكالة أو تكلفة استبدال الأصول سببا رئيسيا في قيام الدائنين في بعض المواقف في أخذ تعهد Covenant من إدارة الشركة بعدم تغيير الأصول المتفق على تمويلها بأصول أكثر خطورة.

ومن اهم الدراسات التي اهتمت ببلورة " نظرية هيكل رأس المال " ، وتؤيد دراسة (1991) Haris & Ravive وجود أثر لهيكل رأس المال ، حيث تم في هذه الدراسة مراجعة الدراسات التي سبقتها ، المؤيدة لوجود هيكل رأس مال أمثل ، إما بسبب تكلفة الرقابة ، أي بسبب المعلومات غير الموحدة ، أو بسبب درجة التفاعل بين أسواق مدخلات ومخرجات الشركة ، وبسبب اعتبار التحكم في المنشأة.

وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج النظرية ، حيث لخصت النتائج النظرية للدراسات السابقة إلى مجموعتين من النتائج ، المجموعة الأولى متعلقة بدرجة الرفع المالي، والمجموعة الثانية متعلقة بسعر السهم . فتمثلت النتائج المتعلقة بزيادة الرفع المالي عند زيادة عدم التماثل في المعلومات ، وزيادة الربحية (ودراسة أخرى توصلت لعلاقة مع انخفاض الربحية) ، واتساع التكامل الاستراتيجي في أسواق المنتج ، وحساسية الطلب على المنتج ، مدى عمومية المنتج وعدم تطلبه خدمات خاصة ، ومدى عدم أهمية سمعة وجودة المنتج ، مدى عدم اتحاد العمال ، مدى كون الشركة هدف استيلائي او تفتقد للحماية من الاستيلاء، الأرباح الناتجة من الاستيلاء وتخفيض تكاليفها ، الجزء غير المرئي في التدفقات النقدية ،زيادة التدفق النقدي المجاني، وهو ينشأ بشكل أساسي من تحقيق فترة سداد أكبر من فترة التحصيل والتشغيل ، (توصلت دراسة أخرى أن درجة الرفع تزيد مع انخفاض التدفق النقدي المجاني) ، زيادة قيمة التصفية ، زيادة تكلفة البحث ، زيادة أهمية السمعة الإدارية ، كما ان الرفع المالي مرتبط طرديا مع

قيمة الشركة ، احتمال عدم السداد ، اتساع الملكية الإدارية ، العلاوة المستهدفة (ودراسة أخرى توصلت لعلاقة عكسية) ، احتمال الاستيلاء الناجح .

وكانت النتائج المتعلقة بسعر السهم تتمثل في أن سعر السهم يزيد مع إعلان إصدار ديون (بصفة خاصة إصدار سندات بما يمثل وجود فرص استثمارية أمام الشركة وبما يمثل إشارة إيجابية للسوق عن توقعات نمو الشركة) استبدال ديون بحق ملكية ، إعادة شراء الأسهم ، استخدام متحصلات الإصدار في إعادة الشراء ، إعلان إصدار ديون قابلة للتحويل لحق ملكية ، في حين أن سعر السهم ينخفض عند إعلان إصدار أسهم ، زيادة عدم تماثل في المعلومات وزيادة حجم الإصدار . توصلت الدراسة إلى مجموعة أخرى من النتائج النظرية منها أن هناك ما يسمى *pecking order* (ودراسات أخرى أثبتت عدم وجوده) ، الشركات تصدر حق ملكية بعد انخفاض الأسعار بشكل غير طبيعي ، الشركات تصدر حق ملكية عندما يقل اللاتماثل في المعلومات ، السندات من الممكن أن يكون لها حماية لمنع استبدال الأصول ، الشركات العريقة في السوق لها احتمالات عدم سداد أقل .

خلصت الدراسات السابقة إلى مجموعة من النتائج المتضاربة ، منها ما يفسر العلاقة بين الرفع والعوامل الداخلية ، حيث توصلت إلى أن الرفع يزيد مع عمومية المنتج ، ويزيد مع زيادة قيمة التصفية ، ومرتبط طرديا مع قيمة المنشأة، كما ان الرفع يزيد مع تذبذب العائد ، وزيادة خطر التشغيل ، وزيادة التدفقات المجانية ، وانتهت إلى أن هناك أربعة محددات رئيسية لهيكل رأس المال وهي الإفلاس ، التدفق النقدي لشركة بها ديون ذات علاقة غير خطية مع عوائد الشركة ، الرفع يزيد ملكية الإدارة ، إلا ان هناك دراسات توصلت إلى ان قيمة الدين غير حساس نسبيا لأداء الشركة .

ومن الدراسات التي تؤيد أثر هيكل رأس المال ، دراسة (Liland & Toft (1996 التي تناولت العلاقة بين هيكل رأس المال الأمثل والإفلاس وهيكل سعر فائدة الائتمان . حيث تحاول الدراسة وضع نموذج يساعد في تحديد الحجم الأمثل من الديون المصدرة في صورة سندات ومحاولة تحديد تواريخ الاستحقاق المثلى لهذه السندات ، وتوصلت الدراسة إلى أن الإفلاس يمكن أن يحدث سواء كانت قيمة الأصول أعلى أو أقل من قيمة الدين ، وليس شرطا أن يكون هناك قصور في التدفق النقدي .

وتوصلت الدراسات إلى أن الربح المثالي يعتمد على استحقاق الدين (حتى ٢٠ سنة) مع قيمة أعلى للشركة ، لكن الدين قصير الأجل الذي أصدر لتقليل تكلفة الوكالة ، وحملة حق الملكية لا يرغبون في رفع خطر الشركة في الأجل القصير . وتخلص الدراسة إلى أن اختيار تاريخ استحقاق الدين هو توازن بين الميزة الضريبية وتكلفة

الإفلاس وتكلفة الوكالة ، بينما الشركات ذات معدل النمو العالي تفضل الدين قصير الأجل في مواجهة تكلفة الوكالة .

حاولت دراسة (Liland 1998) تطبيق نظرية هيكل رأس المال لقرارات الاستثمار من خلال إنشاء إطار موحد لقرارات التمويل واستراتيجيات إدارة خطر الاستثمار . وتشمل تكلفة الوكالة الناشئة من الصراع بين حملة الأسهم وحملة السندات والإدارة ، والمزايا الضريبية للدين وتكلفة عدم السداد . وتوضح الدراسة كيف تقوم الرافعة واستحقاق الدين بمراقبة استبدال الأصول ، وكيف تقوم الشركات بالتغطية أو التحوط للتحكم في الخطر ، وتوصلت إلى أن الميزة الضريبية للدين أكبر بكثير من التكلفة في حالة استبدال الأصول ، لذلك سوف تحاول الشركات البحث عن استراتيجيات دين أعلى . وتوصلت دراسة (Barkly & Smith 1999) إلى أن الشركات عالية النمو تبحث عن زيادة رأس مال حق الملكية وأوصت بأن يقوم المدير المالي بوضع الهيكل المستهدف في صورة معيار أو مقياس للسهم ، والذي يحدد نسبة الدين لإجمالي رأس المال الذي يقلل الضرائب وتكلفة التعاقد .

ومن الدراسات التي تؤيد وجود أثر هيكل رأس المال ، دراسة (Damodran, 1999) حيث توضح طبيعة العلاقة بين التدفق النقدي الناتج من الأصل ، مع التدفق النقدي لمصدر تمويل هذا الأصل ، وأن المخاطر المالية وكذلك خطر عدم السداد ينتج من عدم وجود علاقة بين هذين التدفقين ، وتقتصر الدراسة الاختيار بين الفوائد الثابتة والمعومة للخدمة الدين بما يتناسب مع التدفقات النقدية الناتجة عن المبيعات ، التي بدورها تتأثر بالتغيرات الاقتصادية الكلية ، والاختار في الاعتبار عدم التأكد للتدفق المستقبلي المستهدف الناشئ عن المتغيرات الاقتصادية مثل التضخم ، خطر العملة ، خطر الاعمال ، معدلات النمو الاقتصادي . وقد أخذت الدراسة شركة ديزني كدراسة حالة وطورت أربعة مقاييس لحساسية قيمة الشركة للتغير في العناصر الاقتصادية الكلية ، وتعطي الدراسة حدوداً للتطبيق وهي استخدام ما توصلت إليه الدراسات في الشركات من نفس الصناعة عليها ، ولا تطبق على نوع آخر من الصناعات ، لأن الظروف المؤثرة على كل صناعة تختلف عن الصناعات الأخرى .

وفي دراسة أخرى (Goldshtien, et al, 1998) ، انتقدت الدراسات السابقة في هيكل رأس المال لأن كل النماذج المستخدمة كانت تعتمد على الاشتقاق من قيمة شركة ليس بها ديون Unlevered حيث أن ذلك به شيء من الخلط ، مما يؤدي إلى تضارب وجهات النظر ، ولذلك اعتمدت هذه الدراسات على صافي ربح التشغيل كمتغير أساسي ، وافترض أنه لن يتغير مع هيكل رأس المال داخل ذلك الإطار ، وأن كل الالتزامات من

قبل أصحاب الملكية والدائنين والحكومة تم أخذها في الاعتبار ، وبصفة خاصة الالتزام قبل الحكومة يمثل تدفق خارج للضرائب بدلا من اعتباره تدفق داخل نتيجة الوفر الطبيعي ، وهذا يؤثر جذريا على نسبة التوزيع والتي بدورها تؤثر على خطر الإفلاس وتحسن الهامش المتوقع . وتوصلت الدراسة إلى أن هذا الاطار نموذجي لاختيار استراتيجية هيكل رأس المال الديناميكي.

وقد قامت دراسة أخرى (Bevan, & Daniot, (2000) لهيكل رأس المال في ٨٢٢ شركة بريطانية واكتشفت أن عدد كبير من الشركات تعتمد على القروض المصرفية والتجارية صغيرة الأجل، مما يجعل بياناتها تعطي تحليل غير كاف، حيث يتم في بعض التحليلات تسوية الالتزامات قصيرة الأجل مع الأصول قصيرة الأجل، على أن تكون الديون طويلة الأجل وحق الملكية مغطاة للأصول الثابتة وصافي رأس المال العامل.

وبحث (Fozia, et al. (2011) أثر هيكل رأس المال على أداء مصانع النسيج في باكستان، للفترة من ٢٠٠٤ إلى ٢٠٠٩، ووجدت الدراسة علاقة عكسية بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية والعائد على الأصول، ووجود علاقة طردية بين نسبة النمو والعائد على الأصول.

وفحص (Pralalathan & Ranjani (2011) أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات السيرلانكية المسجلة في بورصة كولمبو للفترة من ٢٠٠٣ إلى ٢٠٠٧ ولم تجد الدراسة علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية والأداء مقاساً بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية.

واختبر (Shahid, (2012) أثر الرفع المالي على أداء شركات النسيج والأسمت والكيماويات الباكستانية للفترة من ٢٠٠٣ إلى ٢٠٠٩، حيث بينت الدراسة وجود علاقة عكسية بين نسبة المديونية والعائد على الأصول، ووجود علاقة طردية بين معدل دوران الأصول والعائد على الأصول، وعلاقة عكسية بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية والعائد على حقوق الملكية.

وأجاب (Muritala & Oguntade (2013) على تساؤل عن مدى تعزيز هيكل رأس المال لأداء الشركات الصناعية النيجيرية للفترة من ٢٠٠٢ إلى ٢٠١٢، حيث بينت الدراسة وجود علاقة طردية بين كل من نسبة المديونية ومعدل دوران الأصول بكل من العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية، ولم تجد الدراسة علاقة معنوية بين نسبة النمو وكل من العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية.

ودرس (Nirajini & Priya (2013) أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي في الشركات السيرلانكية التجارية للفترة من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١٠، من خلال تحليل الانحدار المتعدد، ومعامل الارتباط. وقد أثبتت النتائج

وجود علاقة طردية بين هيكل رأس المال مقاساً بنسبة الديون إلى حقوق الملكية، ونسبة الديون إلى الأصول، ونسبة الديون طويلة الأجل إلى الأصول والأداء المالي للمنشأة مقاساً بنسبة مجمل هامش الربح، ونسبة صافي الربح، ونسبة العائد على الأصول، ونسبة العائد على حقوق الملكية، ونسبة العائد على رأس المال العامل. وناقش Ogebe, et al, (2013) أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات النيجيرية، الفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠١٠. وبينت نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية والعائد على الاستثمار، وأوصت الدراسة بزيادة حقوق الملكية بدلاً من الافتراض لأن ذلك يعزز الاستثمار ويقلل من تكلفة رأس المال.

وقد فحص Thi., & Duc (2013) أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات الفيتنامية للفترة من ٢٠٠٧ إلى ٢٠١٠. وبينت نتائج التحليل علاقة عكسية بين مستويات إجمالي الديون ومستوى كل من الديون قصيرة وطويلة الأجل مع كل من العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية.

٤- مشكلة الدراسة:

رغم أن غالبية الدراسات السابقة تؤيد فكرة وجود هيكل أمثل لرأس المال ووجود علاقة بين نسبة الديون ومعدلات الربحية، إلا أن هناك دراسات غير مؤيدة لذلك وتؤكد عدم وجود علاقة سواء بين نسبة الديون في هيكل التمويل مع مؤشرات الربحية أم مع ربحية السهم السوقية، وبصفة خاصة في الأسواق الناشئة، ويستنتج من مراجعة الدراسات السابقة ما يلي:-

- يلاحظ انخفاض كثافة الدراسات في المكتبة العربية بشكل عام في موضوع هيكل رأس المال، بالرغم من قدمه على مستوى الأدب المحاسبي.

- لم يتم تناول أثر المتغيرات الاقتصادية من خارج المنظمة على هيكل رأس المال ومنها تغير سعر الفائدة، فهيكّل رأس المال الأنسب يتأثر بالظروف الاقتصادية، سواء بشكل عام أم في الأسواق الناشئة بشكل خاص.

- لم يتم تناول طبيعة هيكل رأس المال في الصناعات العربية والمصرية، ودراسة المحددات المؤثرة فيه أو المتأثرة به بما يعطي معلومات عن واقع تمويل الصناعات العربية والاستفادة بها في ترشيد القرار المالي بشكل عام.

٥- أهداف الدراسة:

تتمثل أهداف الدراسة في محاولة سد فجوي الدراسة العلمية والتطبيقية، ودراسة التباين بين الأداء المحاسبي والسوقي للأسهم، هل بسبب التفاوت في نسبة الديون التي يتم الاعتماد عليها، أم لتفاوت أثر التغير في سعر

الفائدة في سوق المال. ومعنى آخر يهدف هذا البحث لقياس أثر التغير في كل من سعر فائدة الائتمان ونسبة الديون في هيكل رأس المال كمتغيرات مستقلة، من جانب على التغير في قيمة السهم في السوق كمتغير تابع من جانب آخر، وتم تقسيم هذا الفرض الرئيسي للدراسة لمجموعة الأهداف الفرعية التالية:

١/٥- التعرف على طبيعة العلاقة بين هيكل رأس المال في الشركات المصرية وأهم المتغيرات المؤثرة فيه، ومنها سعر الفائدة أو المتأثرة به ومنها ربحية السهم والعائد السوقي له، بما يعطى معلومات تفيد في اتخاذ القرار المالي.

٢/٥- دراسة العلاقة بين ربحية الشركات المصرية وسعر الفائدة على الجنيه المصري.

٣/٥- التعرف على طبيعة العلاقة بين ربحية الشركات المصرية وهيكل رأسمالها، بما يعطى نتائج تفيد في اتباع استراتيجية ديناميكية في هيكل رأس المال، سواء من حيث الحجم أو من حيث تواريخ استحقاق الديون.

٤/٥- بلورة أهم المتغيرات المحاسبية المفسرة لربحية هذه الشركات بما يمكن من التنبؤ بالربحية في المستقبل في ضوء ذلك.

٦- أسلوب الدراسة:

تحقيقاً لأهداف الدراسة، يتم فيما يلي تناول كل من الفروض التي تمت صياغتها في ظل مشكلة الدراسة وأهداف وطبيعة البيانات، وكذلك كل من مجتمع الدراسة والعينة والمتغيرات وبياناتها ومصادر الحصول عليها تمهيداً لتحليل البيانات واختبار الفروض.

١/٦- فروض الدراسة:

لتحقيق أهداف الدراسة تمت صياغة الفروض بالنظر إلى مشكلة الدراسة وطبيعة البيانات بالتطبيق على الشركات محل الدراسة كما يلي:

الفرض الأول: "لا توجد علاقة بين هيكل رأس المال ومؤشرات الربح المحاسبي."

إذا كان القرار المالي رشيداً، لا تستعين الشركات بمزيد من الديون إلا بعائد إضافي يتناسب مع زيادة خطر عدم السداد. فإذا كان هناك صدق لنظرية هيكل رأس المال فسيكون هناك علاقة معنوية بين نسبة المديونية ومؤشرات الربح المحاسبي سواء في شكل ربحية السهم ومعدل العائد على الأصول أو معدل العائد على حق الملكية.

الفرض الثاني: "لا توجد علاقة بين هيكل رأسمال الشركة والأداء السوقي للسهم."

فوفقاً لنظرية هيكل رأس المال يتأثر سعر السهم في السوق في ظل زيادة المديونية التي ينتج عنها زيادة الربحية وكذلك درجة الخطر.

الفرض الثالث: "لا توجد علاقة بين هيكل رأس المال معبراً عنه في صورة نسبة الديون لمجموع الأصول ونسبة الفوائد لصافي الدخل".

لأنه من الأكثر احتمالاً أن تنخفض قدرة الشركات على سداد التزاماتها مع ارتفاع نسبة الديون في هيكل رأس المال.

الفرض الرابع: "لا توجد علاقة بين هيكل رأس المال معبراً عنه في صورة نسبة الديون لمجموع الأصول وتغير سعر فائدة الائتمان بالجنه المصري".

لأنه كلما ارتفع سعر فائدة الائتمان كلما انخفض لجوء الشركات للديون بكافة أشكالها، سواء عن طريق القروض المصرفية أو إصدار سندات أو حتى عن طريق تسهيلات الموردين والحسابات الدائنة، فالأخيرة بدورها تعود للجهاز المصرفي لتخصم أو تمويل بسعر فائدة الائتمان السائد في حينه، ومن ثم ترتفع أسعار الشراء الآجل بنفس المعدل تقريباً بالمقارنة بالشراء النقدي الفوري".

الفرض الخامس: "لا توجد علاقة بين التغير في سعر فائدة الائتمان في السوق وبين مؤشرات الربح المحاسبي في الشركات محل الدراسة".

حيث من المفترض أن لسعر فائدة الائتمان أثراً على الربح المحاسبي من خلال الفوائد المدفوعة بالمقارنة بزيادة الإيرادات الناتجة من التوسع في إنتاج مخرجات الشركة.

الفرض السادس: "لا توجد علاقة بين التغير في سعر فائدة الائتمان في السوق وبين مؤشرات الأداء السوقي في الشركات محل الدراسة".

حيث من المتوقع أن تكون هناك علاقة عكسية بين التغير في سعر الفائدة ومؤشرات الربح المحاسبي وكذلك مع مؤشرات الأداء السوقي في الشركات محل الدراسة.

الفرض السابع: "لا توجد علاقة بين هيكل رأس المال الشركة والعائد المحاسبي للسهم عند استخدام سعر الفائدة كمتغير وسيط".

حيث قد يكون لسعر الفائدة أثر على الأرباح، وأخرى تكون ربحيتها أكثر تأثراً بمعدل التضخم، وثالثة تكون ربحيتها أكثر تأثراً بهيكل رأسمالها، ورابعة يكون الزمن هو المفسر لأرباحها.

٢/٦- مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في شركات قطاع الأدوية المصرية، حيث تكون لهذه الشركات قدرة أكبر على الاقتراض نظراً لأنها تستثمر بحجم أكبر نسبياً في الأصول المتداولة، كما ترتفع نسبة المديونية بها بشكل جوهري، وتتفق طبيعة بيانات شركات قطاع الأدوية مع أهداف البحث وطبيعة الدراسة.

تتمثل عينة الدراسة في الشركات الأكثر دائنية والتي يمكن جمع بياناتها بما يتفق مع خطة البحث خلال الفترة المستهدفة لجمع البيانات، وبحيث تكون مسجلة في البورصة المصرية، بحيث يمكن قياس أثر متغيرات الدراسة على العائد السوقي. ولقد تم تحليل البيانات على كل من شركة الإسكندرية، العربية، القاهرة، النيل، مصر، ممفيس، المهن الطبية للأدوية.

٣/٦- البيانات:

- المراكز المالية وقوائم الدخل خلال فترة ٢٠٠١ - ٢٠١٢.

- مجموعة المؤشرات المالية المستخرجة من القوائم المالية السابقة وبصفة خاصة:

- نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول (معبراً عن هيكل رأس المال).

- نسبة الربحية (معدل العائد على حق الملكية، معدل العائد على الأصول).

- سعر فائدة الائتمان (متوسط).

٤/٦- مصادر البيانات:

- بيانات الشركات المسجلة في البورصة المصرية سواء على موقع البورصة أو شركة "مباشر للمعلومات".

هذا وقد تم الاعتماد على حزمة برامج SPSS مع اختيار الأساليب المنطقية والإحصائية المناسبة لطبيعة

الأهداف والفروض والبيانات بالشكل الوارد في الجزء الخاص بنتائج اختبار الفروض.

٧- تحليل النتائج واختبار الفروض:

يوضح الجدول رقم (١) التالي معاملات الارتباط بين هيكل رأس المال مبراً عنه في صورة نسبة الديون لمجموع الأصول من جانب مع متغيرات الدراسة. كما يوضح الجدول رقم (٢) معاملات الارتباط بين التغير في سعر فائدة الائتمان من جانب ونسبة المديونية ومؤشرات الربح المحاسبي ومؤشرات الأداء السوقي من جانب آخر.

جدول رقم (١)

مصنوفة معاملات الارتباط

هيكل التمويل معبراً عنه بنسبة الديون لمجموع الأصول مع متغيرات الدراسة للشركات في قطاع الأدوية والمسجلة بالبورصة المصرية وتم تحليل البيانات على أساس سنوي خلال الفترة ٢٠٠١ - ٢٠١٣

مصر	مفيس	مينا	النيل	المهن	القاهرة	العربية	إسكندرية	
- *٠,٦٤٥	٠,٣٦٥-	٠,٤١٣-	٠,٢٧٧.-	*٠,٦٦٨-	٠,١١٥	٠,٢٥٤-	٠,٤٢٥-	التغير في سعر الفائدة
٠,٠١٧	٠,٢٢٠	٠,١٦١	٠,٣٦٠	٠,٠١٣	٠,٧٠٨	٠,٤٠٣	٠,١٤٧	المعنوية
**٠,٨٤١	٠,٢٤٦	٠,٤٦٥	**٠,٨٦٣	٠,٤٩٥	٠,٢٠٨	*٠,٦٧٣	٠,٣٧٢	معدل العائد على حق الملكية
٠,٠٠٠	٠,٤١٩	٠,١٠٩	٠,٠٠٠	٠,٠٨٥	٠,٤٩٦	٠,٠١٢	٠,٢١١	المعنوية
**٠,٧٦٩	٠,١٨٤	٠,٢٢٨	**٠,٧٤٩	٠,٤٩٢	**٠,٩٨٦	٠,٣٥٠	٠,٣٧٠	معدل العائد على الأصول
٠,٠٠٢	٠,٥٤٨	٠,٤٥٤	٠,٠٠٣	٠,٠٨٧	٠,٠٠٠	٠,٢٤٢	٠,٢١٤	المعنوية
**٠,٧٩٧	٠,٠٩٦	٠,٢٧٦-	٠,٥٣١	**٠,٦٩٩	٠,١٦٠	٠,٠٦٠	.a	نسبة الفوائد لصافي الدخل
٠,٠٠١	٠,٧٥٤	٠,٣٦١	٠,٠٦٢	٠,٠٠٨	٠,٦٠١	٠,٨٤٤	٠	المعنوية

مصر	مفيس	مينا	النيل	المهن	القاهرة	العربية	إسكندرية	
*٠,٦٠٥	٠,١٩٨	٠,٢٣٩-	**٠,٧٤٠	٠,٤١٥	٠,٣٤٦	*٠,٦١٤	**٠,٧١٩	الربح المحاسبي للسهم
٠,٠٢٩	٠,٥١٧	٠,٤٣٢	٠,٠٠٤	٠,١٥٨	٠,٢٤٧	٠,٠٢٦	٠,٠٠٦	المعنوية
**٠,٨٢٥	٠,٢٢٠	*٠,٦٦٥	**٠,٨١٦	٠,٤٧٢	٠,١٠٦	٠,٠٣٧	**٠,٣٥	سعر السهم للربح المحاسبي
٠,٠٠١	٠,٤٧٠	٠,٠١٣	٠,٠٠١	٠,١٠٤	٠,٧٣٢	٠,٩٠٤	٠,٠٠٤	المعنوية
٠,٥١٥	*٠,٦٧٣	٠,١٣٧	٠,٣٥٧	*٠,٥٧٩	٠,٣٩٣	**٠,٨٢٧	٠,٥٠٥	نسبة العائد السوقي للسهم
٠,٠٨٦	٠,٠١٧	٠,٦٧١	٠,٢٥٥	٠,٠٤٨	٠,٢٠٧	٠,٠٠١	٠,٠٩٤	المعنوية
**٠,٧٠٠	٠,٢٩٣	*٠,٦٦٥	**٠,٧٩٧	**٠,٩٠١	٠,٠٩٣	٠,٢٩١	*٠,٥٨٩	القيمة الدفترية للسعر السوقي للسهم
٠,٠٠٨	٠,٣٣١	٠,٠١٣	٠,٠٠١	٠,٠٠٠	٠,٧٦٢	٠,٣٣٤	٠,٠٣٤	المعنوية

a. Cannot be computed because at least one of the variables is constant.

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

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

جدول رقم (٢)

مصنوفة معاملات الارتباط بين نسبة الديون لمجموع الأصول مع مؤشرات

الربح المحاسبي للشركات في قطاع الأدوية والمسجلة بالبورصة المصرية

تم تحليل البيانات على أساس سنوي خلال الفترة ٢٠٠١ - ٢٠١٣

مصر	ممفيس	ميناء	النيل	المهن	القاهرة	العربية	إسكندرية	
**٠,٨٤١	٠,٢٤٦	٠,٤٦٥	**٠,٨٦٣	٠,٤٩٥	٠,٢٠٨	*٠,٦٧٣	٠,٣٧٢	معدل العائد على حق الملكية
**٠,٧٦٩	٠,١٨٤	٠,٢٢٨	**٠,٧٤٩	٠,٤٩٢	**٠,٩٨٦	٠,٣٥٠	٠,٣٧٠	معدل العائد على الأصول
*٠,٦٠٥	٠,١٩٨	٠,٢٣٩-	**٠,٧٤٠	٠,٤١٥	٠,٣٤٦	*٠,٦١٤	**٠,٧١٩	الربح المحاسبي للسهم

a. Cannot be computed because at least one of the variables is constant.

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

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

يوضح الجدول رقم (٢) السابق معنوية العلاقة بين نسبة المديونية لمجموع الأصول ومؤشرات الربحية في الشركات محل الدراسة ما عدا شركات المهن الطبية وميناء فارم وممفيس، في حين وجد أن هناك علاقات معنوية قوية طردية في شركتي النيل للأدوية ومصر للأدوية، بينما في القاهرة معنوية مع طردية قوية مع معدل العائد على أصول فقط وفي العربية للأدوية معنوية طردية أكبر من متوسطة، أما في الإسكندرية للأدوية فقد كانت العلاقة طردية قوية بين نسبة المديونية والربح المحاسبي للسهم. بناء على نتائج تحليل البيانات يتم رفض الفرض الأول في الدراسة والذي ينص على عدم معنوية العلاقة بين هيكل رأس المال معبراً عنه بنسبة الديون لمجموع الأصول ومؤشرات الربحية في الشركات محل الدراسة، سواء معدل العائد على الأصول أو معدل العائد على حق الملكية أو في صورة ربحية السهم.

جدول رقم (٣)

مصنوفة معاملات الارتباط بين نسبة الديون لمجموع الأصول مع مؤشرات

الأداء السوقي للشركات في قطاع الأدوية والمسجلة بالبورصة المصرية

تم تحليل البيانات على أساس سنوي خلال الفترة ٢٠٠١ - ٢٠١٣

مصر	ممفيس	ميناء	النيل	المهن	القاهرة	العربية	إسكندرية	
**٠,٨٢٥	٠,٢٢٠	*٠,٦٦٥	**٠,٨١٦	٠,٤٧٢	٠,١٠٦	٠,٠٣٧	**٠,٧٣٥	سعر السهم للربح المحاسبي

٠,٥١٥	*٠,٦٧٣	٠,١٣٧	٠,٣٥٧	*٠,٥٧٩	٠,٣٩٣	**٠,٨٢٧	٠,٥٠٥	نسبة العائد السوقي للسهم
**٠,٧٠٠	٠,٢٩٣	*٠,٦٦٥	**٠,٧٩٧	**٠,٩٠١	٠,٠٩٣	٠,٢٩١	*٠,٥٨٩	القيمة الدفترية للسعر السوقي للسهم

a. Cannot be computed because at least one of the variables is constant.

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

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

يوضح الجدول رقم (٣) السابق معنوية العلاقة بين نسبة المديونية لمجموع الأصول ومؤشرات الأداء السوقي في الشركات محل الدراسة ما عدا شركة القاهرة للأدوية. وفي ضوء تلك النتائج يتم رفض الفرض الثاني في الدراسة الذي ينص على عدم وجود علاقة بين هيكل التمويل ومؤشرات الأداء السوقي في شركات الدراسة. كما أن العلاقات المعنوية كلها طردية تتراوح بين متوسطة وقوية. ويمكن استنتاج بناء على اختبار الفرضين الأول والثاني أن نظرية الهيكل الأمثل لرأس المال هي نظرية موقفية تتوقف على ظروف كل شركة وليست نظرية عامة تمكن من بناء قاعدة علمية تعمم على كافة الشركات بكافة أنواعها، حيث تتوقف على عوامل الشركة الخاصة بالإضافة إلى ظروفها العامة.

جدول رقم (٤)

معاملات الارتباط بين هيكل رأس المال وكل من التغير في سعر فائدة الائتمان ونسبة الفوائد

المدفوعة لصافي الدخل على بيانات شركات قطاع الأدوية المسجلة في البورصة المصرية

البيانات على أساس سنوي خلال الفترة ٢٠١٣ - ٢٠٠١

مصر	ممفيس	مينا	النيل	المهن	القاهرة	العربية	إسكندرية	
-	٠,٣٦٥-	٠,٤١٣-	٠,٢٧٧-	*٠,٦٦٨-	٠,١١٥	٠,٢٥٤-	٠,٤٢٥-	التغير في سعر الفائدة
*٠,٦٤٥								
**٠,٧٩٧	٠,٠٩٦	٠,٢٧٦-	٠,٥٣١	**٠,٦٩٩	٠,١٦٠	٠,٠٦٠	0.a	نسبة الفوائد لصافي الدخل

a. Cannot be computed because at least one of the variables is constant.

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

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

يوضح الجدول رقم (٤) السابق عدم معنوية العلاقة بين نسبة الديون لمجموع الأصول مع كل من التغير في سعر فائدة الائتمان ونسبة الفوائد المدفوعة لصافي الدخل، إلا أن معنوية العلاقة في شركتي المهن الطبية ومصر للأدوية لا تمكن من قبول الفرض الثالث في الدراسة والذي ينص على عدم معنوية العلاقة بين هيكل التمويل والتغير في سعر فائدة الائتمان، وكذلك لا تمكن من قبول الفرض الرابع في الدراسة الذي ينص على عدم معنوية العلاقة بين هيكل التمويل ونسبة الفوائد المدفوعة لصافي الدخل المحاسبي للشركة. ويلاحظ أن العلاقات المعنوية بين هيكل التمويل والتغير في سعر الفائدة علاقة عكسية في شركتي المهن الطبية ومينا ومصر للأدوية، بينما هي علاقة طردية بين نسبة الفوائد لصافي الدخل في نفس الشركتين، بمعنى أن الشركتين كانتا تقومان بزيادة مديونياتهما مع كل انخفاض يحدث في أسعار فائدة الائتمان، بينما كانت زيادة المديونية تؤدي لزيادة المدفوعات على ذلك الائتمان.

أن العلاقات غير المعنوية عند اختبار الفرضين الثالث والرابع لتدعوا شركات الدراسة إلى تحليل أسباب ذلك حتى يتمكنوا من فهم وضعهم المالي مع تغير ظروف السوق.

جدول رقم (٥)

معاملات الارتباط بين التغير في سعر فائدة الائتمان مع متغيرات الدراسة

على بيانات شركات قطاع الأدوية المسجلة في البورصة المصرية

البيانات على أساس سنوي خلال الفترة ٢٠٠١-٢٠١٣

مصر	مفيس	مينا	النيل	المهن	القاهرة	العربية	إسكندرية	
-	٠,١٧١-	٠,٣٦٥-	٠,٤١٧-	-	٠,٦٦٩*	٠,٣٣٦-	٠,١٨٣-	معدل العائد على حق الملكية
**٠,٧٦٦				**٠,٨٠٣				
٠,٠٠٢	٠,٥٧٦	٠,٢٢٠	٠,١٥٦	٠,٠٠١	٠,٠١٢	٠,٢٦٢	٠,٥٤٩	
-	٠,٢١٠-	٠,٣٠٥-	٠,٤٩٠-	-	٠,٠٦٠	٠,٤٦٧-	٠,٤٨٢-	معدل العائد على الأصول
**٠,٧٣٤				**٠,٨٠٣				
٠,٠٠٤	٠,٤٩١	٠,٣١٠	٠,٠٨٩	٠,٠٠١	٠,٨٤٥	٠,١٠٨	٠,٠٩٦	

مصر	ممفيس	مينا	النيل	المهن	القاهرة	العربية	إسكندرية	
-	٠,١٦٤-	٠,٠٤٦-	٠,٥٤٥-	-	٠,٤٣٢-	٠,٣٢٤-	٠,٢٩٨-	الربح المحاسبي للسهم
**٠,٧٠٢				**٠,٧٩٧				
٠,٠٠٧	٠,٥٩٢	٠,٨٨٠	٠,٠٥٤	٠,٠٠١	٠,١٤١	٠,٢٨٠	٠,٣٢٣	
**٠,٧٥٩	٠,٥٤٦-	٠,٠٩٠-	٠,٣٧٥-	٠,٢٣٧-	٠,٥٦٣-	-	-	سعر السهم في السوق للربح المحاسبي
						**٠,٧١٠	**٠,٧٣٥	
٠,٠٠٣	٠,٠٥٣	٠,٧٧١	٠,٢٠٧	٠,٤٣٦	٠,٠٤٥	٠,٠٠٧	٠,٠٠٤	
-	٠,٢١٨-	٠,١٦٩-	٠,١٨٦-	-	٠,٠٧٧-	٠,٤٨٧-	٠,٥٣١-	معدل العائد السوقي للسهم
*٠,٦٦١				**٠,٧٨٦				
٠,٠١٩	٠,٤٩٧	٠,٦٠٠	٠,٥٦٣	٠,٠٠٢	٠,٨١١	٠,١٠٩	٠,٠٧٦	
-	٠,٣١٦-	٠,٠٩٢-	٠,٢٨٨-	-	٠,٥٣٧-	٠,٤٨٣-	٠,٤٦٦-	السعر الدفترى للسعر السوقي للسهم
**٠,٧٨٠				**٠,٧١٦				
٠,٠٠٢	٠,٢٩٣	٠,٧٦٥	٠,٣٤٠	٠,٠٠٦	٠,٠٥٩	٠,٠٩٥	٠,١٠٨	

a. Cannot be computed because at least one of the variables is constant.

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

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

يتضح من الجدول رقم (٤) السابق أن التغيير في سعر فائدة الائتمان له علاقة معنوية طردية قوية بنسبة الفوائد لصافي الدخل في شركتي المهن الطبية ومصر للأدوية، وبناء عليه يتم رفض الفرض الثاني في الدراسة الذي ينص على عدم وجود علاقة معنوية بين هيكل رأس المال ونسبة الفوائد إلى صافي الدخل، وأنه كلما ارتفعت نسبة المديونية في هيكل رأس المال كلما تحسنت مؤشرات الربح المحاسبي في أغلب شركات الدراسة، ولا يمكن الزعم بعدم وجود علاقة بين هيكل رأس المال ونسبة الفوائد إلى صافي الدخل في كل الشركات.

جدول رقم (٦)

معاملات الارتباط بين تغير سعر الفائدة ومؤشرات الربح المحاسبي على بيانات شركات قطاع الأدوية المسجلة في البورصة المصرية

البيانات على أساس سنوي خلال الفترة ٢٠٠١ - ٢٠١٣

مصر	ممفيس	مينا	النيل	المهن	القاهرة	العربية	الإسكندرية	
-----	-------	------	-------	-------	---------	---------	------------	--

-	٠,١٧١-	٠,٣٦٥-	٠,٤١٧-	-	-	٠,٣٣٦-	٠,١٨٣-	معدل العائد على حق الملكية
**٠,٧٦٦				**٠,٨٠٣	*٠,٦٦٩			
-	٠,٢١٠-	٠,٣٠٥-	٠,٤٩٠-	-	٠,٠٦٠	٠,٤٦٧-	٠,٤٨٢-	معدل العائد على الأصول
**٠,٧٣٤				**٠,٨٠٣				
-	٠,١٦٤-	٠,٠٤٦	٠,٥٤٥-	-	٠,٤٣٢-	٠,٣٢٤-	٠,٢٩٨-	الربح المحاسبي للسهم
**٠,٧٠٢				**٠,٧٩٧				

a. Cannot be computed because at least one of the variables is constant.

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

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

يتضح من الجدول رقم (٦) السابق أن التغير في سعر فائدة الائتمان في السوق له علاقة معنوية عكسية قوية بمؤشرات الربح المحاسبي للسهم لشركات القاهرة، المهن الطبية ومصر للأدوية، وغير معنوية في أغلب شركات الدراسة، وبالرغم من ذلك يتم رفض الفرض الخامس في الدراسة الذي ينص على عدم وجود علاقة معنوية بين التغير في سعر فائدة الائتمان ومؤشرات الربح المحاسبي في الشركات محل الدراسة، ولا يمكن الزعم بعدم وجود علاقة بين التغير في سعر الفائدة ومؤشرات الربح المحاسبي في كل الشركات على الرغم من عدم معنوية العلاقة في شركات الإسكندرية والعربية والنيل ممفيس ومينا فارم للأدوية.

يوضح الجدول رقم (٧) التالي معاملات الارتباط بين التغير في سعر الفائدة من جانب ومؤشرات الأداء السوقي لأسهم شركات الدراسة. وتم التعبير عن مؤشرات الأداء السوقي في العائد السوقي للسهم، ومضاعف الربحية الناتج من قسمة سعر السهم في السوق على ربحيته، وكذلك القيمة الدفترية للسوقية للسهم.

جدول رقم (٧)

مصنوف معاملات الارتباط بين التغير في سعر الفائدة ومؤشرات الأداء السوقي

للأسهم للشركات في قطاع الأدوية والمسجلة بالبورصة المصرية

تم تحليل البيانات على أساس سنوي خلال الفترة ٢٠٠١ - ٢٠١٣

مصر	ممفيس	مينا	النيل	المهن	القاهرة	العربية	الإسكندرية	سعر السهم في السوق للربح المحاسبي
**٠,٧٥٩-	٠,٥٤٦-	٠,٠٩٠	٠,٣٧٥-	٠,٢٣٧-	٠,٥٦٣-	**٠,٧١٠-	*٠,٧٣٥-	

٠,٦٦١-*	٠,٢١٨-	٠,١٦٩-	٠,١٨٦-	٠,٧٨٦-**	٠,٠٧٧-	٠,٤٨٧-	٠,٥٣١-	معدل العائد السوقي للسهم
٠,٧٨٠-**	٠,٣١٦-	٠,٠٩٢	٠,٢٨٨-	٠,٧١٦-**	٠,٥٣٧-	٠,٤٨٣	٠,٤٦٦-	السعر الدفترى للسعر السوقي للسهم

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

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

يتضح من الجدول رقم (٧) السابق أن التغير في سعر الفائدة له علاقة معنوية عكسية بمؤشرات الأداء السوقي تتراوح بين أعلى من المتوسطة والقوية في شركات الإسكندرية، العربية، القاهرة، المهن الطبية، ومصر للأدوية، وبناء عليه يتم رفض الفرض السادس في الدراسة الذي ينص على عدم وجود علاقة معنوية بين التغير في سعر فائدة الائتمان ومؤشرات الأداء السوقي للسهم في الشركات محل الدراسة.

تم إجراء تحليل إضافي لتحديد أهم المتغيرات المفسرة للعائد السوقي للسهم، فتم إجراء تحليل الانحدار المتعدد التدريجي، مع وضع بقية متغيرات الدراسة كمتغيرات مستقلة على مستوى كل شركة من شركات الدراسة. ويوضح الجدول رقم (٨) التالي نتيجة اختبار الانحدار التدريجي المتعدد على بيانات كل شركة على حدة مع إبراز أي من المتغيرات التي بقيت داخل النموذج ولم تستبعد في ضوء تفسيرها الإضافي للتغير الكلي في المتغير التابع.

جدول رقم (٨)

ملخص نماذج الانحدار المتعدد بين العائد السوقي للأسهم وبقية متغيرات

الدراسة للشركات في قطاع الأدوية والمسجلة بالبورصة المصرية

تم تحليل البيانات على أساس سنوي خلال الفترة ٢٠٠١-٢٠١٣

مصر	ممفيس	ميناء	النيل	المهن	القاهرة	العربية	إسكندرية	
√				√				التغير في سعر الفائدة
								معدل العائد على حق الملكية
								معدل العائد على الأصول
								نسبة الفوائد لصافي الدخل

مصر	ممفيس	مينا	النيل	المهن	القاهرة	العربية	إسكندرية	
					√			الربح المحاسبي للسهم
								سعر السهم للربح المحاسبي
	√					√	√	نسبة المديونية
								القيمة الدفترية للسعر السوقي للسهم

يوضح الجدول رقم (٨) السابق أنه لا يمكن تفسير العائد السوقي لشركتي النيل ومينا فارم للأدوية، بينما تفسر نسبة المديونية (هيكل التمويل) العائد السوقي في شركات إسكندرية والعربية وممفيس للأدوية، بينما يفسر التغير في سعر الفائدة العائد السوقي في شركتي المهن الطبية ومصر للأدوية، إلا أن الربح المحاسبي للسهم لم يفسر وحده إلا العائد السوقي لشركة القاهرة للأدوية.

٧- ملخص النتائج والمقارنة بالدراسات السابقة والتوصيات:

اتفقت مجموعة من الدراسات على وجود هيكل تمويل أمثل وحجم فعال للشركة منها

Jensen, & Mackling, (1979), Harris & Raviv (1991), Leland, & Toft, (1996), Leland, (1998), Barclay, & Smith, (1999), Damodain, (1999). Abbadiand Abu-Rub, (2012), Muritala & Oguntade, (2013), Nirajini, & Priya, (2013).

بينما كانت دراسة (varilla, & Limack (1998) من الدراسات المبكرة غير المؤيدة لوجود هيكل أمثل لرأس المال، ومن الدراسات غير المؤيدة أو التي توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين هيكل رأس المال والربحية منها.

Fozia, et al. (2011), Prahalathan & Ranjani, (2011), Shahid, (2012), Al-Taani, (2013), Ogebe J. O., et al, (2013), Thi, & Duc, (2013).

تقف النتائج التي يمكن استخلاصها من نتائج اختبار فروض الدراسة موقفاً وسطاً بين التأييد والقبول بالمقارنة بالدراسات السابقة، فعند إجراء التحليل على سلسلة تاريخية من بيانات كل شركة من شركات الدراسة، حيث لم يتم اللجوء إلى التحليل العرضي، تبين أن هيكل رأس المال له علاقة بالأداء السوقي للسهم والربح المحاسبي في بعض الشركات لبعض المؤشرات مع إجراء تحليل الارتباط الثنائي كما هو موضح بالجدول من الأول حتى السابع، كما أنه بإجراء تحليل إضافي باستخدام الانحدار المتعدد التدريجي أبرزت النتائج أن اغلب الشركات يمكن

تفسير عائدها السوقي تفسير جزئي، باستخدام متغيرات مثل التغير في سعر الفائدة، الربح المحاسبي للسهم، بينما لم يفسر هيكل التمويل العائد السوقي للسهم إلا في ثلاث شركات فقط من بين ثمانية شركات تم تحليل بياناتهم المالية من قطاع الأدوية التي لها أسهم متداولة في البورصة المصرية.

فبالخلاصة أن هيكل التمويل له تأثير على بعض الشركات دون غيرها، كما أن تفسيره لعائدها السوقي يتراوح بين الضعيف والمتوسط، كما أنه يتراوح بين الطردي والعكسي، أي أنه لا يمكن اشتقاق قاعدة علمية موحدة لجميع الشركات، وبناء عليه لا يمكن تعميم نظرية هيكل رأس المال، وكذلك لا يمكن تجاهلها، فهي حالة خاصة لكل شركة بمعالم نموذج فريد عن بقية الشركات.

ومن نتائج الدراسات السابقة يمكن استخلاص أن هيكل التمويل قد يكون مؤثراً في بعض الشركات، ومن الأخطاء عدم استخدام النماذج العامة لأن ما يؤثر على شركة ما بظروف ما لا يؤثر حتى على نفس الشركة في ظروف أخرى، ويوصي المحلل المالي في كل شركة من دراسة بياناتها واشتقاق المعالم الخاصة بها، لأن الاعتماد على النماذج العامة سيكون مضللاً، كما أن عدم استخدام نماذج على الإطلاق سيؤثر على جودة القرار المالي سلبياً. فعلى كل شركة أن تستخرج النموذج الخاص بها عند تحديد هيكل رأس المال الأمثل.

References:

- منسي، عبد العاطي لاشين محمد (٢٠١٢)، سعر الفائدة والبنوك والبورصات وتعريف الربا (القاهرة: دار فجر للنشر) ص ١٣٣.
- Abbadi, S., & Abu-Rub, N., (2012), The Effect of Capital Structure on The Performance of Palestinian Financial Institutions, British., Journal of Economics, Finance and Management Sciences, 3 (2), 92-101.
- AL-Taani, K, (2013), The Relationship between Capital Structure and Firm's Performance, Journal of Finance and Accounting, 1 (3): 41 -45.
- Barckly, M ,J.,& Smith C. W.,(1999) "The Capital Structure Puzzle: Another Look at The Evidence, Journal of Applied Corporate Finance, (USA), Spring, vol. 12, No., P.P. 8-20
- Bevan, A., A. and Daniot, J.,.(2000) ,"Capital Structure and Its Determinant in The United Kinkdom, A De compositional Analysis", Working Paper, Department of Accounting and Finance University of Glassgo.
- Brigham, E., F. &Houston, J., F. (2014) Fundamentals of Financial Management, Twelfth Edition,(South-Western Cengage Learning, Ohio)
- Damodain A,(1999) "Financing Innovations and Capital Structure choices, "Journal of Applied Corporate Finance, (USA), spring vol. 12 No. 1, P.P. 28-39.
- Fozia, M., Niaz, A. B., and Ghulam, A., (2011), Capital Structure and Firm Performance: A Case of Textile Sector of Pakistan, Asian Journal of Business and Management Sciences, 1 (9), 9-15.
- Goldstein, R., S. et al, (1998), "An EBIT Model of Dynamic Capital Structure", SSRN Journal: December 15.
- Harris, M.,& Raviv , A.,(1991), "The Theory of Capital Structure ", The Journal of Finance , Vol., XLVI, No. 1 March, P. P. 297-355.
- Jensen, M. and Meckling, W., (1976), The Theory of The Firm: Management Behavior, Agency Costs and Capital Structure, Journal of Financial Economics, 3 (1), 305 - 360.
- Leland, H., E. & Toft, K., Bierre,(1996) , "Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads", The Journal of Finance, Vol. Li, No., 3. July P. P. 987-1019.
- Modigliani, F.,& Miller, M., H., (1958) "The Cost of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment", American Economic Review,, 48,261-297

-(1963) “Corporate Income Taxes and the cost of capital: A correction, “American Economic Review
- Muritala, T. A. and Oguntade, B. A., (2013), Does Capital Structure Enhance Firm Performance? Evidence from Nigeria, The IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices, XII (4), 43-55.
- Nirajini, A., and Priya K. B., (2013) “Impact of Capital Structure on Financial Performance of the Listed Trading Companies in Sri Lanka”, International Journal of Scientific and Research Publications, Vol 3 (5), 1—9.
- Ogebe, J. O., Ogebe P. O., and Alewi K., (2013), The Impact of Capital Structure on Firms’ Performance in Nigeria, Journal of Risk Finance, 6 (5), 438 - 445
- Prahalathan, S., and Ranjani, R.,(2011), The Impact of Capital Structure-Choice on Firm Performance: Empirical Investigation of Listed Companies in Colombo Stock Exchange, Srilanka, International Journal of Research in Commerce and Management, 2 (4), 12-16.
- Pratheepkanth, P., (2011), Capital Structure and Financial Performance: Evidence from Selected Business Companies in Colombo Stock Exchange, SriLanka, - Journal of Arts, Science and Commerce, 2 (2), 171 — 173.
- Shahid, I., (2012), Leverage and Firm’s Performance: Evidence from Selected Business Companies in Pakistan, Listed on Karachi Stock Exchange, <http://SSRN.com>
- Thi Phuong V. L., and Duc N. P., (2013), Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from Veitnamese Listed Firms, Working Paper. University of Economics Ho Chi Minh City — School of Finance.
- Varela, O., & Limmack, R.,(1998) “Financial Structure and Industry Classification in the United Kingdom: Empirical Researche Findings” Journal of Financial Management and Analysis, p.p. 1-9.