

## العلاقة بين الهيكل التمويلي للشركات مع ربحيتها وعوائد أسهمها دراسة مقارنة بين ما قبل وما بعد قرار تعويم سعر الصرف ( بالتطبيق على الشركات الصناعية المدرجة في البورصة المصرية )

- ا.د/ شحاته السيد ( استاذ المحاسبة كلية التجارة جامعة الاسكندرية )
- ا.د/ احمد صقر ( استاذ التمويل بالاكاديمية العربية للعلوم والتكنولوجيا والنقل البحري )
- د/ رباب خميس (الاكاديمية العربية للعلوم والتكنولوجيا والنقل البحري )
- ا/ ابوبكر خميس يونس الحبونى (باحث دكتوراه فى التمويل)

### الملخص:

سعت الدراسة الى التعرف على طبيعة العلاقة بين الهيكل التمويلي وربحية الشركات وعوائد اسهمها ، ومعرفة الاختلاف فى مستوى العلاقة ما قبل وما بعد تعويم سعر الصرف عام ٢٠١٦ ، حيث تشكلت عينة الدراسة من عدد ٧٤ شركة صناعية مدرجة فى البورصة المصرية ، من عدد ٦ قطاعات مختلفة ، وقد غطت الدراسة الفترات الربع سنوية للاعوام ٢٠١٣ و ٢٠١٤ و ٢٠١٥ ما قبل التعويم ، وتم استبعاد عام ٢٠١٦ لكونه العام الذى تم فيه اتخاذ قرار التعويم ، وكذلك غطت الدراسة الفترات الربع سنوية للاعوام ٢٠١٧ و ٢٠١٨ و ٢٠١٩ ما بعد التعويم ، واستخدم الباحث نسبة الالتزامات قصيرة الاجل الى اجمالى الاصول و نسبة الالتزامات طويلة الاجل الى اجمالى الاصول و نسبة الارباح المحتجزة الى اجمالى الاصول ونسبة حقوق الملكية الى اجمالى الاصول كمتغيرات مستقلة ، اما المتغيرات التابعة كانت معدل العائد على حقوق الملكية ومعدل العائد على الاصول ممثلة لربحية الشركات وعائد السهم ، وتم استخدام معدل دوران الاصول وحجم الشركة كمتغيرات ضابطة ، وفى التحليل الاحصائى تم استخدام برنامج SPSS-26 لاجراء الاختبارات ، وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة ذات دلالة احصائية ما بين الهيكل التمويلي مع معدل العائد على حقوق الملكية ومعدل العائد على الاصول للشركات الصناعية المدرجة فى البورصة المصرية مع وجود اختلافات فى بعض المتغيرات فى قوة

العلاقة بين الهيكل التمويلي للشركات مع ربحيتها وعوائد أسهمها دراسة مقارنة ...

أبو بكر خميس يونس العيونى

واتجاه العلاقة قبل وبعد التعويم ، وكذلك توصلت الى عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين الهيكل التمويلي مع عائد السهم ولم تختلف هذه العلاقة قبل وبعد التعويم ، واوصت الدراسة بإقامة دراسات مستقبلية لكل قطاع على حدا حتى يتسنى معرفة العلاقة بين الهيكل التمويلي وربحية الشركات لكل قطاع منفصل وهل يوجد اختلاف فى العلاقة بين القطاعات .

## - المقدمة:

ان موضوع الهيكل التمويلي من المواضيع التي نالت اهتمام البحث العلمي في مجال الإدارة المالية، وباعتبار المؤسسة مركزا لقرارات فإنها تقوم على جملة من القرارات المالية ومنها القرار التمويلي ، فيقع على عاتق المدير المالي اختيار مصادر التمويل المناسبة في ضوء العائد المطلوب والخطر الممكن قبوله منها ، لتكوين هيكل مالي أمثل والذي يفسر السلوك التمويلي لها في ظل إتباع سياسة تمويلية محددة من طرف المؤسسة (قربوع ٢٠١٧) ، حيث تبرز أهمية دراسة الهيكل التمويلي ، نظرا لحاجة جميع المؤسسات والشركات إلى الأموال من أجل المحافظة على بقائها في بيئة الاعمال المعاصرة، التي يتم تدبيرها عن طريق مصادر التمويل الذاتية المتمثلة في حقوق الملكية، ومصادر التمويل الخارجية المتمثلة في الخصوم المتداولة والطويلة الاجل الائتمان التجاري والمصرفي (امهلل والتائب ، ٢٠١٥) .

فيعرف الهيكل التمويلي الأمثل على أنه ذلك الهيكل الذي يتم من خلاله تحقيق أقصى قيمة للمنشأة ، وبالتالي فإن الهيكل التمويلي الأمثل هو الهيكل الذي يعظم ثروة الملاك ويقود إلى تعظيم الثروة للمساهمين، من خلال تعظيم ربحية السهم إلى أكبر حد ممكن (عليوى ٢٠١٩) ، فالجدير بالذكر ان هناك متغيرات اقتصادية تؤثر على ربحية الشركات وعوائد اسهمها وهيكلها التمويلي ، فيلعب سعر الصرف دورا مهما في النشاطات الاقتصادية الخارجية والداخلية التي تقوم بها الدول، سواء كان ذلك النشاط تجاريا أو استثماريا.

وفى هذه الدراسة تم التركيز على العوامل الداخلية وبالتحديد على نسب الهيكل التمويلي للشركات الصناعية ، ونبين الاثر الذى تحدثه على عوائد الاسهم فى البورصة ،

بجانب دراسة تأثير الهيكل التمويلي على ربحية الشركات وعوائد الاسهم، وهل الشركة التي تعتمد في تمويل مشروعاتها وخططها المستقبلية التطويرية على اموال اصحاب المشروع تحقق ارباح اكثر من الشركة التي تعتمد على الاقتراض ، وتحاول الدراسة مقارنة تأثير مزيج الهيكل التمويلي على ربحية الشركات وعوائد الاسهم ما قبل وما بعد الحدث الاقتصادي المتمثل في تعويم الجنية المصري مقابل العملات الاجنبية عام ٢٠١٦ ، فقد شهدت جمهورية مصر العربية في السنوات الاخيرة احداث اقتصادية هامة ، بالخاص يوم ٣ نوفمبر عام ٢٠١٦ ، عندما قرر البنك المركزى تحرير سعر الصرف وتطبيق سياسة التعويم للجنيه المصري .

#### ١- مشكلة الدراسة :

يقع على عاتق المدير المالي وضع خطة تمويلية ممتازة على المدى القصير والمدى الطويل والتي يمكن من خلالها تحقيق اعلى عوائد للمؤسسة و الوفاء بكل الالتزامات ، فما هو النموذج الامثل لتمويل المشروعات الذى يحقق اقل تكاليف ومنها زيادة الارباح وهل ينعكس ذلك على اسعار الاسهم فى البورصة .وما مدى تأثير الاحداث الاقتصادية المتمثلة في تعويم الجنيه المصري مقابل العملات الاجنبية على الهيكل التمويلي للشركات وعلى ربحية الشركات وعوائد اسهمها ، ويمكن تحديد مشكلة الدراسة في التساولين التاليين وهما:

- (١) هل يوجد علاقة بين الهيكل التمويلي مع معدل العائد على حقوق الملكية ومعدل العائد على الاصول للشركات الصناعية المدرجة في البورصة المصرية وهل يوجد اختلاف في العلاقة ما قبل الحدث الاقتصادي المتمثل في تعويم الجنية المصري وما بعده .
- (٢) هل يوجد علاقة بين الهيكل التمويلي مع عوائد الاسهم للشركات الصناعية المدرجة فى البورصة المصرية وهل يوجد اختلاف فى العلاقة ما قبل الحدث الاقتصادى المتمثل فى تعويم الجنية المصري وما بعده .

## ٢- أهمية الدراسة :

تتبع أهمية الدراسة من أهمية وخطورة القرار التمويلي والمفاضلة بين البدائل التمويلية والمزج بينها لتحقيق التوليفة التمويلية المثلى للمساهمة في تحقيق العوائد المالية للمؤسسات الصناعية مما يمكنها من التوسع والنمو والاستمرار في أنشطتها ، وكذلك تقوم الدراسة بتوضيح الدور الذي يلعبه الهيكل التمويلي للشركات في التأثير على عوائد الاسهم والقيمة السوقية لها ، وتتبع أهمية الدراسة أيضا في المقارنة ما بين اثر الهيكل التمويلي للشركات على ربحيتها وعوائد اسهمها ما قبل الحدث الاقتصادي المتمثل في تعويم الجنية المصري مقابل العملات الاجنبية من قبل البنك المركزي المصري في عام ٢٠١٦ وما بعد الحدث الاقتصادي .

## ٣- أهداف الدراسة :

- ١- تهدف الدراسة على معرفة وتحديد مفهوم الهيكل التمويلي وكيفية قياسه وايضا مفهوم الربحية وكيفية قياسها .
- ٢- تسعى الدراسة الى اختبار العلاقة بين الهيكل التمويلي مع الربحية وعوائد الاسهم قبل تعويم الجنية المصري مقابل العملات الاجنبية ومقارنتها ما بعد التعويم لتحديد الاختلاف
- ٣- تهدف الدراسة الى معرفة اثر الهيكل التمويلي على معدل العائد على حقوق الملكية للشركات الصناعية المدرجة في البورصة المصرية مع الاخذ في الاعتبار حجم الشركات ومعدلات دوران اصولها .
- ٤- تبيان العلاقة بين الهيكل التمويلي ومعدل العائد على الاصول للشركات الصناعية المدرجة في البورصة المصرية مع الاخذ في الاعتبار حجم الشركات ومعدلات دوران اصولها .
- ٥- توضيح الدور الذي يحدثه الهيكل التمويلي على عوائد الاسهم للشركات الصناعية المدرجة في البورصة المصرية مع الاخذ في الاعتبار حجم الشركات ومعدلات دوران اصولها .

#### ٤- الأطار النظرى والدراسات السابقة :

يحدد قرار التمويل الكيفية التي ستحصل بها الشركة على مصادر الأموال سواء كان التمويل بالملكية فقط أم بالديون والملكية. ويحدد القرار النسبة لكل مصدر من هذه المصادر، فمزيج الديون وحق الملكية يطلق عليه مصطلح هيكل التمويل (ناصر والبدران ٢٠١٤) فقد عرف هندی (٢٠١٠) الهيكل التمويلي بأنه تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأة على اموال بهدف تمويل استثمارتها ، ومن ثم فانه يتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم ،سواء كانت تلك العناصر قصيرة الاجل او طويلة الاجل كما ويعرف الهيكل التمويلي بأنه تشكيلة أو توليفة للمصادر التي تمكن الشركة من الحصول على الاموال وتمويل استثماراتها (عسيري ٢٠٢٠)

فقد قدم Chandrasiri at al (٢٠١٨) دراسة تهدف الى معرفة اثر الهيكل التمويلي على اداء الشركات من قطاعات مختلفة مدرجة فى بورصة كولومبو بسيريلانكا وكانت عينة الدراسة مكونة من عدد ٤٨ شركة موزعة على عدد ١٨ قطاع مختلف باستثناء قطاع البنوك والتامين وصناديق الاستثمار ، وكانت مدة الدراسة من عام ٢٠٠٩ الى عام ٢٠١٦ ، وتوصلت الدراسة الى هناك علاقة سلبية كبيرة بين نسبة الدين طويل الأجل إلى إجمالي الأصول مع معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية ونسبة تويين Q ، وهناك علاقة سلبية كبيرة بين نسبة الدين إلى حقوق الملكية مع معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية ونسبة تويين Q ، حيث تظهر العلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركات أن هناك علاقة سلبية بين سياسات القروض وأداء الشركات. ومن ثم يمكن استنتاج أن الزيادة في الديون ستؤدي إلى انخفاض في أداء الشركات .

وقام (٢٠١٩) Narinder and , Mahima باجراء دراسة لتقييم تأثير الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المدرجة فى البورصة الوطنية بالهند ، وكانت عينة الدراسة مكونة من عدد ٥٠ شركة ، ومدة الدراسة من عام ٢٠٠٨ الى عام ٢٠١٧ ، وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة سلبية ذات دلالة احصائية بين نسبة اجمالى الديون الى اجمالى الاصول مع معدل العائد على حقوق الملكية ومعدل العائد على الاصول ، وتوصلت ايضا

العلاقة بين الهيكل التمويلي للشركات مع ربحيتها ومخاوند أسهمها دراسة مقارنة ...

أبو بكر خميس بونس البونوي

الى وجود علاقة ايجابية ذات دلالة احصائية بين نسبة اجمالى حقوق الملكية الى اجمالى الاصول مع معدل العائد على حقوق الملكية ومعدل العائد على الاصول .

فى نفس السياق قدم (٢٠١٩) Abubakar and Gbenga دراسة تبحث فى تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالى للشركات فى نيجيريا. لمجتمع الدراسة من عشر (١٠) شركات ، وكانت مدة الدراسة من عام ٢٠١٢ إلى عام ٢٠١٨ ، وكشفت الدراسة عن الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل وحقوق الملكية لها أثر إيجابي كبير على الأداء المالى لشركات .

اما فى تركيا قدم (2019) Hakan and Arslan دراسة تهدف الى قياس تأثير نسب الهيكل المالى على ربحية الشركات الصناعية المدرجة فى بورصة اسطنبول للأوراق المالية BIST ، وكانت عينة الدراسة مكونة من عدد ١٥٥ شركة صناعية ، ومدة الدراسة من عام ٢٠٠٨ الى عام ٢٠١٧ ، وتوصلت الدراسة الى ان معدلات الاقتراض تؤثر على نسبة العائد على الاصول وهذا التأثير ايجابي فى نسب الاقتراض طويل الاجل وسلبى فى نسب الاقتراض قصير الاجل ، وكذلك توصلت الدراسة الى ان معدلات الاقتراض تؤثر ايجابيا على معدل العائد على حقوق الملكية .

وفى فيتنام اختبر (٢٠١٩) Thanh and Huu العلاقة بين هيكل راس المال وربحية الشركات غير المالية المدرجة فى سوق فيتنام للأوراق المالية ، لعينة مكونة من ٤٨٨ شركة ، من عام ٢٠١٣ الى ٢٠١٨ ، واكتشفت الدراسة عن وجود علاقة عكسية ذات دلالة احصائية بين نسب الديون القصيرة والطويلة و نسبة اجمالى الديون الى اجمالى الاصول مع معدل العائد على حقوق الملكية ومعدل العائد على الاصول ، واستنتجت ايضا وجود علاقة عكسية ذات دلالة احصائية بين نسب الديون القصيرة والطويلة و نسبة اجمالى الديون الى اجمالى الاصول مع ربحية السهم .

واخيرا قدم (٢٠٢٠) Somathilake دراسة تهدف الى معرفة تاثير التمويل بالديون على ربحية الشركات فى سيريلانكا ، حيث عينة الدراسة تكونت من عدد ٢٩ شركة تصنيع مدرجة فى بورصة كولومبو ، ومدة الدراسة من عام ٢٠١٥ الى عام

٢٠١٩ ، وتوصلت الدراسة الى ان نسبة الديون طويلة الاجل الى اجمالي الاصول لها تاثير كبير على معدل العائد على الاصول ومعدل العائد على حقوق الملكية ، اما نسبة اجمالي الديون الى اجمالي الاصول ونسبة الديون قصيرة الاجل الى اجمالي الاصول لهما اثر ضعيف وغير دال احصائيا على معدل العائد على الاصول ومعدل العائد على حقوق الملكية.

وفي اطار التعرف على العوامل المؤثرة على الهيكل التمويلي فان البحث تضمن بعض من الدراسات السابقة.

فقد بحثت ( عليش ، ٢٠١٧ ) العوامل المؤثرة على هيكل راس المال بشركات الصناعية الجزائرية من العام (٢٠٠٤ - ٢٠١٤). حيث هدفت هذه الدراسة إلى تحديد وقياس الأثر الذي تحدثه العوامل المؤثرة على هيكل راس المال خلال الفترة ، و التعرف على تلك العوامل المؤثرة على هيكل راس المال و إلقاء الضوء على الشركات الصناعية التي تستخدم في قياس هيكل راس المال . والوقوف على مصادر أموال الشركات واستخداما لهدف التعرف على واقع هذه المصادر وأساليب استخدامها وتأثير ذلك على الشركة . والتنبؤ بتأثير تلك العوامل باستخدام النموذج من الدراسة بالخروج بتوصيات من شأنها المحافظة على اداء الشركة وتحسين ربحيتها ومعالجة الأسباب التي تؤدي إلى تحقيق خسائر أو تخفيض ربحيتها .حيث اعتمدت الدراسة على متغير مستقل نسبة حجم الشركة والمخاطرة والربحية والسيولة و الضريبة ولتحقيق هذا تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي للإمام بحوثيات الجانب النظري والتطبيقي، وقد تم الاعتماد على أسلوب الإحصائي ( الانحدار الخطي المتعدد ) لقياس العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع .وقد توصلت الدراسة إلى بعض النتائج أهمها وجود علاقة طردية بين حجم الشركة وهيكل راس المال ووجود علاقة طردية المخاطرة وهيكل راس المال ووجود علاقة طردية بين السيولة وهيكل راس المال بينما لم يتم التوصل الى علاقة معنوية بين الضريبة وهيكل راس المال .

واهتمت دراسة ( عبد اللطيف ، ٢٠١٧ ) بدراسة محددات هيكل راس المال في الشركات الصناعية بسوق الأوراق المالية المصرية ، حيث تهدف هذه الدراسة إلى تحديد أثر محددات هيكل راس المال في الشركات الصناعية بسوق الاوراق المالية المصرية خلال الفترة من ٢٠١٢ حتى ٢٠١٦ ويتم قياس محددات هيكل راس المال من خلال نسبة الضريبة المدفوعة ونسبة السيولة وعمر الشركة وحجم الشركة ومعدل الربحية. وقد تم تطبيق أسلوب النسب المالية لحساب هذه المتغيرات المستقلة بجانب حسب نسبة هيكل راس المال من خلال نسبة الديون الى اجمالي الاصول ، كما تم استخدام اساليب تحليل الانحدار الخطي المتعدد لاختبار الفرضيات بالاضافة الي استخدام اساليب الاحصاء الوصفي ومعامل الارتباط لبيرسون. وأظهرت نتائج التقييم ان المتغيرات المستقلة الممثلة في كل من ( الضريبة المدفوعة وحجم الشركة ومعدل السيولة ) فقط هي المؤثرة على هيكل راس المال بنسبة ٦٤.٦% من خلال حساب معامل التحديد ، وان عمر الشركة ومعدل الربحية لم يتم التوصل الى اثر معنوى من خلالهم على هيكل راس المال ، وانه قد تم التوصل الى ان الضريبة المدفوعة تؤثر بشكل عكسى على هيكل راس المال وان حجم الشركة يؤثر بشكل ايجابي على هيكل راس المال وان مستوى السيولة يؤثر بشكل عكسى على هيكل راس المال .

ودارت دراسة ( Alemua,2017 ) حول البحث في العوامل المؤثرة على هيكل راس المال في الشركات الصناعية الإثيوبية ، فقد هدفت الدراسة الى توضيح اهمية التمويل بالنسبة للصناعة باعتبارهم اهم الوسطاء الماليين في الاقتصاد والتي تسعى الشركات دوما الى الحصول على تمويل لازم من خلال استغلال اقصى قدرة على توظيف الموارد فى ظل استقرار الاقتصاد. ، فان الغرض من هذه الدراسة هو التعرف على محددات هيكل راس المال في إثيوبيا باستخدام بيانات عينة تشكلت من ٣٠ شركة صناعية خلال الفترة من من عام ٢٠٠٢ إلى عام ٢٠١٥. واستخدمت الدراسة منهج البحث المختلط والبيانات المالية الثانوية وتحليلها باستخدام نماذج الانحدار الخطي متعددة لقياس المتغيرات ، حيث تم الاعتماد على متغيرات مستقلة تمثلت فى الكفاءة التشغيلية وحجم الشركة وسعر الفائدة وسعر الصرف ومستوى السيولة والضريبة والمخاطرة وتم الاعتماد على متغير تابع تمثل فى نسبة هيكل



العلاقة بين الهيكل التمويلي للشركات مع ربحيتها ومخاوند أسهمها دراسة مقارنة ...

أبو بكر خميس يونس العيونى

راس المال ممثلة فى نسبة الديون الى اجمالى الاصول ومن ثم تم تطبيق نموذج انحدار التأثير الثابت للتحقيق فى تأثير المتغيرات المستقلة ، حيث اظهرت النتائج ان كلا من حجم الشركة والمخاطرة ، وكفاءة التشغيل ، الضريبة وسعر الصرف و سعر الفائدة لهم تأثير عكسى على هيكل راس المال وتظهر نتائج الدراسة أن حجم الاثر الواقع من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع قدره ٦٣.٧% يشير الى وجود قوة تأثيرية للمتغيرات .

#### ٥- التصميم المنهجي للبحث :

اعتمد البحث على المنهج الوصفي التحليلي ، حيث تم صياغة الجانب النظري وعرض الأدبيات والدراسات السابقة مما ساهم في توضيح الجوانب المرتبطة بهيكل التمويل والربحية وفقا للمنهج الوصفي ، وفى ضوء التوصل الى نتائج اختبار الفرضيات فانه تم الدمج بين المنهج الوصفي والتحليلي لغرض تحليل الظاهرة من خلال دراسة وتحليل البيانات لما قبل وبعد العام ٢٠١٦ ، حيث شملت الدراسة عدد ٧٤ شركة ، ضموا قطاع الاغذية والمشروبات والتبغ عدد ٢٣ شركة ، وقطاع الموارد الاساسية بعدد ١٣ شركة ، وقطاع مواد البناء بعدد ١٧ شركة ، وقطاع رعاية صحية وادوية بعدد ٩ شركات ، وقطاع المنسوجات وسلع معمرة بعدد ٨ شركات ، وقطاع ورق ومواد تعبئة وتغليف بعدد ٤ شركات و قد تم استبعاد الشركات التى لا تتوفر بياناتها طيلة فترة الدراسة ، وعن طريق إجراء الاختبارات الإحصائية تم التوصل لحجم الأثر ونوع العلاقة بين المتغيرات ، وبالتالي يمكن التوصل الى النتائج النهائية للدراسة وتقديم التوصيات المبنية على النتائج ، وقد اقتصر البحث على دراسة الفترات الربع سنوية ٢٠١٣ - ٢٠١٤ - ٢٠١٥ على التوالي فهذه الفترات ما قبل تعويم سعر صرف الجنيه المصري مع استبعاد سنة ٢٠١٦ نظرا لان هذه السنة تم فيها التعويم ومن ثم دراسة الفترات الربع سنوية ٢٠١٧ - ٢٠١٨ - ٢٠١٩ وهذه الفترات ما بعد تعويم سعر صرف الجنيه المصري.

## ٦-فرضيات الدراسة :

يتضح من خلال مشكلة وأهمية وأهداف الدراسة متغيرات الدراسة ، ومن خلال قراءة ومطالعة العديد من الدراسات السابقة والكتب التي تناولت مواضيع ذات علاقة بموضوع الدراسة الحالية، عليه يمكن صياغة الفرضيات التالية:  
الفرضية الرئيسية الاولى : توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين الهيكل التمويلي مع معدل العائد على حقوق الملكية للشركات الصناعية المدرجة فى البورصة المصرية. ويشتق منها الفرضيات الفرعية التالية :

- الفرضية الفرعية الاولى : توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسبة الالتزامات قصيرة الاجل الى إجمالي الاصول مع معدل العائد على حقوق الملكية للشركات الصناعية المدرجة فى البورصة المصرية .
  - الفرضية الفرعية الثانية : توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسبة الالتزامات طويلة الاجل الى إجمالي الاصول مع معدل العائد على حقوق الملكية للشركات الصناعية المدرجة فى البورصة المصرية
  - الفرضية الفرعية الثالثة: توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسبة حقوق الملكية الى إجمالي الاصول مع معدل العائد على حقوق الملكية للشركات الصناعية المدرجة فى البورصة المصرية .
  - الفرضية الفرعية الرابعة : توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسبة الارباح المحتجزة الى إجمالي الاصول مع معدل العائد على حقوق الملكية للشركات الصناعية المدرجة فى البورصة المصرية .
- الفرضية الرئيسية الثانية : توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين الهيكل التمويلي مع معدل العائد على الاصول للشركات الصناعية المدرجة فى البورصة المصرية.

ويشتق منها الفرضيات الفرعية التالية :

- **الفرضية الفرعية الخامسة :** توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسبة الالتزامات قصيرة الاجل الى إجمالي الاصول مع معدل العائد على الاصول للشركات الصناعية المدرجة فى البورصة المصرية
- **الفرضية الفرعية السادسة:** توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسبة الالتزامات طويلة الاجل الى إجمالي الاصول مع معدل العائد على الاصول للشركات الصناعية المدرجة فى البورصة المصرية
- **الفرضية الفرعية السابعة:** توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسبة حقوق الملكية الى إجمالي الاصول مع معدل العائد على الاصول للشركات الصناعية المدرجة فى البورصة المصرية
- **الفرضية الفرعية الثامنة:** توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسبة الارباح المحتجرة الى إجمالي الاصول مع معدل العائد على الاصول للشركات الصناعية المدرجة فى البورصة المصرية .

**الفرضية الرئيسية الثالثة:** توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين الهيكل التمويلي مع عوائد الاسهم للشركات الصناعية المدرجة فى البورصة المصرية

ويشتق منها الفرضيات الفرعية التالية :

- **الفرضية الفرعية التاسعة :** توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسبة الالتزامات قصيرة الاجل الى إجمالي الاصول مع عوائد الاسهم للشركات الصناعية المدرجة فى البورصة المصرية
- **الفرضية الفرعية العاشرة:** توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسبة الالتزامات طويلة الاجل الى إجمالي الاصول مع عوائد الاسهم للشركات الصناعية المدرجة فى البورصة المصرية

العلاقة بين الهيكل التمويلي للشركات مع ربحيتها وموائد أسهمها دراسة مقارنة ...

أبو بكر خميس بونس البونوي

- **الفرضية الفرعية الحادية عشر:** توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسبة حقوق الملكية الى إجمالي الاصول مع عوائد الاسهم للشركات الصناعية المدرجة في البورصة المصرية
- **الفرضية الفرعية الثانية عشر :** توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسبة الارباح المحتجزة الى إجمالي الاصول مع عوائد الاسهم للشركات الصناعية المدرجة في البورصة المصرية

#### ٧- نتائج التحليل الاحصائي :

قبل اجراء التحليلات الاحصائية يجب اختبار طبيعة البيانات هل هي تتبع التوزيع الطبيعي أم لا، ويمكن معرفة نوع التوزيع باستخدام اختبار شابيرو- ويلكس (Shapiro-Walk's)، لتحقيق أهداف الدراسة وتحليل البيانات التي تم تجميعها، لكل متغير من متغيرات الدراسة على حدة، وذلك لتبيان ما إذا كانت البيانات تأخذ التوزيع الطبيعي.

#### جدول (١) : يوضح اختبار اعتدالية البيانات قبل التعويم

م	المتغيرات الدراسة	احصائية الاختبار (شابيرو- ويلكس)	العينة	الدلالة الإحصائية
١	معدل العائد على حقوق الملكية	0.986	888	0.920
٢	معدل العائد على الاصول	0.954	888	0.828
٣	عائد السهم	0.989	888	0.977
٤	نسبة الالتزامات قصيرة	0.866	888	0.135
٥	نسبة الالتزامات الطويلة	0.891	888	0.329
٦	نسبة الارباح المحتجزة	0.898	888	0.689
٧	نسبة صافي حقوق الملكية	0.870	888	0.154
٨	حجم الشركة	0.883	888	0.544
٩	معدل دوران الاصول	0.825	888	0.264

العلاقة بين الهيكل التمويلي للشركات مع ربحيتها ومخاوند أسهمها دراسة مقارنة ...

أبوبكر خميس بونس البونوي

ويظهر الجدول التالي رقم (٢) نتائج اختبار الاعتدالية لفترة بعد التعويم .

جدول (٢) : يوضح اختبار اعتدالية البيانات بعد التعويم

م	المتغيرات الدراسة	احصائية الاختبار (شابيرو- ويلكس)	العينة	الدلالة الإحصائية
١	معدل العائد على حقوق الملكية	0.8667	888	0.٥505
٢	معدل العائد على الاصول	0.8386	888	0.4582
٣	عائد السهم	0.8693	888	0.٥٦31
٤	نسبة الالتزامات قصيرة	0.8612	888	0.٥403
٥	نسبة الالتزامات الطويلة	0.8832	888	0.٧243
٦	نسبة الارباح المحتجزة	0.8893	888	0.٧622
٧	نسبة صافي حقوق الملكية	0.8647	888	0.٥407
٨	حجم الشركة	0.8762	888	0.6٥01
٩	معدل دوران الاصول	0.8252	888	0.٤٥57

بعد إجراء الاختبار تبين أن البيانات موزعة طبيعياً كما هي موضحة في جدول (١)، و جدول رقم (٢) حيث أن الدلالة الإحصائية لجميع متغيرات أكبر من مستوي دلالة  $\alpha = 0.05$ ، لذلك نقبل الفرضية القائلة إن البيانات لا تختلف عن التوزيع الطبيعي، وعليه فإنه يمكن اختبار الفرضيات على الصورة المعلمية أو البارمترية (Parametric).

وتم الكشف عن الازدواج الخطي باستخدام اختبار عامل التضخم والتفاوت (Variance inflation factor)، حيث يشير VIF أكبر من 10 وقيمة التسامح (Tolerance) أكبر من 0.٩٠ على وجود الازدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة (Won et. al., 2017 and Hair et. al., ٢٠١٠).

العلاقة بين الهيكل التمويلي للشركات مع ربحيتها ومكونات أسهمها دراسة مقارنة ...  
أبو بكر خميس بونس البونوي

جدول (٣): اختبار عامل التضخم والتفاوت لمتغيرات المستقلة على المتغير التابع  $y_1$

معدل العائد على حقوق الملكية ( $y_1$ )				التابع مستقلة
بعد التعويم		قبل التعويم		
Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	
0.995	1.002	0.998	1.002	نسبة الالتزامات قصيرة ( $x_1$ )
0.999	1.001	0.999	1.001	نسبة الالتزامات طويلة ( $x_2$ )
0.997	1.003	0.998	1.001	نسبة الأرباح المحتجزة ( $x_3$ )
0.998	1.002	0.996	1.002	نسبة صافي حقوق الملكية ( $x_4$ )

جدول (٤): اختبار عامل التضخم والتفاوت لمتغيرات المستقلة على المتغير التابع  $y_2$

معدل العائد على الأصول ( $y_2$ )				التابع مستقلة
بعد التعويم		قبل التعويم		
Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	
0.998	1.002	0.998	1.001	نسبة الالتزامات قصيرة ( $x_1$ )
0.999	1.003	.999	1.003	نسبة الالتزامات طويلة ( $x_2$ )
0.997	1.003	.999	1.001	نسبة الأرباح المحتجزة ( $x_3$ )
0.998	1.002	.998	1.002	نسبة صافي حقوق الملكية ( $x_4$ )

جدول (٥): اختبار عامل التضخم والتفاوت لمتغيرات المستقلة على المتغير التابع  $y_3$

العائد السهم ( $y_3$ )				التابع مستقلة
بعد التعويم		قبل التعويم		
Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	
.998	1.002	.998	1.002	نسبة الالتزامات قصيرة ( $x_1$ )
.999	1.001	.999	1.001	نسبة الالتزامات طويلة ( $x_2$ )
.997	1.003	.999	1.001	نسبة الأرباح المحتجزة ( $x_3$ )
.998	1.002	.998	1.002	نسبة صافي حقوق الملكية ( $x_4$ )

حيث تشير جميع نتائج على عدم وجود الازدواج الخطي لمتغيرات المستقلة مع المتغير التابع معدل العائد على حقوق الملكية و معدل العائد على الأصول والعائد السهم بطريقة التضخم والتفاوت، كما هي موضحة في جدول(٣) و جدول(٤)

العلاقة بين الهيكل التمويلي للشركات مع ربحيتها ومكونات أسهمها دراسة مقارنة ...

أبو بكر خميس بونس البونوي

وجداول (٥)، وعليه يمكن استعمال طريقة المربعات الصغرى فى إيجاد معادلة الانحدار الخطي المتعدد إلى على عدم وجود ازدواج خطي لمتغيرات المستقلة. وتم اجراء اختبار الارتباط بين المتغيرات المستقلة والعائد للفترة قبل التعويم كما هو موضح فى جدول رقم (٦)

جدول رقم (٦) يشير الى علاقات الارتباط

مصفوفة الارتباط	عائد السهم	معدل العائد على الاصول	معدل العائد على حقوق الملكية
نسبة الالتزامات قصيرة الاجل	0.008 (0.410)	-0.023 (0.402)	0.152 (0.000*)
نسبة الالتزامات طويلة الاجل	0.007 (0.416)	-0.097 (0.002*)	-0.093 (0.003*)
نسبة الارباح المحتجرة	-0.06 (0.429)	0.128 (0.000*)	0.117 (0.000*)
نسبة حقوق الملكية	-0.005 (0.438)	0.008 (0.401)	-0.140 (0.000*)

ويتضح من الجدول السابق انه توجد علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين نسبة الالتزامات قصيرة الاجل ونسبة الارباح المحتجرة مع معدل العائد على حقوق الملكية ، وكذلك توجد علاقة عكسية ذات دلالة احصائية بين نسبة الالتزامات طويلة الاجل و نسبة حقوق الملكية مع معدل العائد على حقوق الملكية .

يتضح من الجدول السابق انه توجد علاقة عكسية لكنها غير ذات دلالة احصائية بين نسبة الالتزامات قصيرة مع معدل العائد على الاصول ، وايضا توجد علاقة عكسية ذات دلالة احصائية بين نسبة الالتزامات طويلة الاجل مع معدل العائد على الاصول ، وكذلك توجد علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين نسبة الارباح المحتجرة مع معدل العائد على الاصول وايضا توجد علاقة طردية ولكنها غير ذات دلالة احصائية بين نسبة حقوق الملكية مع معدل العائد على الاصول .

العلاقة بين الهيكل التمويلي للشركات مع ربحيتها ومكونات أسهمها دراسة مقارنة ...

أبو بكر خميس بونس البونوي

ويتضح من الجدول السابق انه توجد علاقة طردية لكنها غير ذات دلالة احصائية بين نسبة الالتزامات قصيرة مع عائد السهم ، وايضا توجد علاقة طردية غير ذات دلالة احصائية بين نسبة الالتزامات طويلة الاجل مع عائد السهم ، وكذلك توجد علاقة عكسية غير ذات دلالة احصائية بين نسبة الارباح المحتجزة مع عائد السهم وايضا توجد علاقة عكسية ولكنها غير ذات دلالة احصائية بين نسبة حقوق الملكية مع معدل العائد على الاصول .

وتم اجراء اختبار الارتباط بين المتغيرات المستقلة مع العائد لفترة بعد التعويم كما هو موضح في جدول رقم (٧)

مصنوفة الارتباط	عائد السهم	معدل العائد على الاصول	معدل العائد على حقوق الملكية
نسبة الالتزامات قصيرة الاجل	0.019 (0.286)	0.260 (0.002*)	-0.080 (0.406)
نسبة الالتزامات طويلة الاجل	0.092 (0.003*)	-0.740 (0.000*)	-0.037 (0.136)
نسبة الارباح المحتجزة	-0.007 (0.422)	0.269 (0.002*)	0.0136 (0.000*)
نسبة حقوق الملكية	-0.042 (0.106)	0.140 (0.004*)	-0.067 (0.024)

يتضح من الجدول السابق انه توجد علاقة عكسية لكنها غير ذات دلالة احصائية بين نسبة الالتزامات قصيرة مع معدل العائد على حقوق الملكية ، وايضا توجد علاقة عكسية غير ذات دلالة احصائية بين نسبة الالتزامات طويلة الاجل مع معدل العائد على حقوق الملكية ، وكذلك توجد علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين نسبة الارباح المحتجزة مع معدل العائد على حقوق الملكية وايضا توجد علاقة عكسية ذات دلالة احصائية بين نسبة حقوق الملكية مع معدل العائد على حقوق الملكية .



يتضح من الجدول السابق انه توجد علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين نسبة الالتزامات قصيرة مع معدل العائد على الاصول ، وايضا توجد علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين نسبة الالتزامات طويلة الاجل مع معدل العائد على الاصول ، وكذلك توجد علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين نسبة الارباح المحتجزة مع معدل العائد على الاصول وايضا توجد علاقة عكسية ذات دلالة احصائية بين نسبة حقوق الملكية مع معدل العائد على الاصول .

يتضح من الجدول السابق انه توجد علاقة طردية لكنها غير ذات دلالة احصائية بين نسبة الالتزامات قصيرة مع عائد السهم ، وايضا توجد علاقة طردية غير ذات دلالة احصائية بين نسبة الالتزامات طويلة الاجل مع عائد السهم ، وكذلك توجد علاقة عكسية غير ذات دلالة احصائية بين نسبة الارباح المحتجزة مع عائد السهم وايضا توجد علاقة عكسية ولكنها غير ذات دلالة احصائية بين نسبة حقوق الملكية مع معدل العائد على الاصول .

#### ٨- نتائج البحث :

وفقا للنتائج الاحصائية واتباع و لمنهجية البحث وفانه يمكن صياغة نتائج

الدراسة على النحو التالى :

- ١- وجود علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين نسبة الالتزامات قصيرة الاجل مع معدل العائد على حقوق الملكية قبل التعويم ، اما بعد التعويم فاختلفت العلاقة فكانت عكسية ولكنها غير ذات دلالة احصائية .
- ٢- وجود علاقة عكسية ذات دلالة احصائية بين نسبة الالتزامات طويلة الاجل مع معدل العائد على حقوق الملكية قبل التعويم ، اما بعد التعويم العلاقة فكانت عكسية ولكنها غير ذات دلالة احصائية .
- ٣- وجود علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين نسبة الارباح المحتجزة مع معدل العائد على حقوق الملكية قبل التعويم ، وايضا بعد التعويم لم تختلف النتائج .

- ٤- وجود علاقة عكسية ذات دلالة احصائية بين نسبة حقوق الملكية مع معدل العائد على حقوق الملكية قبل التعويم وايضا بعد التعويم لم تختلف النتائج .
- ٥- وجود علاقة عكسية غير ذات دلالة احصائية بين نسبة الالتزامات قصيرة الاجل مع معدل العائد على الاصول قبل التعويم ، اما بعد التعويم فاختلقت العلاقة فكانت طردية ذات دلالة احصائية .
- ٦- وجود علاقة عكسية ذات دلالة احصائية بين نسبة الالتزامات طويلة الاجل مع معدل العائد على الاصول قبل التعويم ، اما بعد التعويم فكانت طردية ذات دلالة احصائية .
- ٧- وجود علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين نسبة الارباح المحتجرة مع معدل العائد على الاصول قبل التعويم ، وايضا بعد التعويم لم تختلف النتائج .
- ٨- وجود علاقة ايجابية غير ذات دلالة احصائية بين نسبة حقوق الملكية مع معدل العائد على الاصول قبل التعويم اما بعد التعويم فاختلقت العلاقة فكانت عكسية ذات دلالة احصائية.
- ٩- وجود علاقة طردية غير ذات دلالة احصائية بين نسبة الالتزامات قصيرة الاجل مع عائد السهم قبل التعويم ، وايضا بعد التعويم لم تختلف النتائج.
- ١٠- وجود علاقة طردية غير ذات دلالة احصائية بين نسبة الالتزامات طويلة الاجل مع عائد السهم قبل التعويم ، وايضا بعد التعويم لم تختلف النتائج.
- ١١- وجود علاقة عكسية غير ذات دلالة احصائية بين نسبة الارباح المحتجرة مع عائد السهم قبل التعويم ، وايضا بعد التعويم لم تختلف النتائج.
- ١٢- وجود علاقة عكسية غير ذات دلالة احصائية بين نسبة حقوق الملكية مع عائد السهم قبل التعويم وايضا بعد التعويم لم تختلف النتائج.

#### ٩ - التوصيات :

- ١- اقامة دراسات مستقبلية لكل قطاع على حداحتى يتسنى معرفة العلاقة بين الهيكل التمويلي وربحية الشركات لكل قطاع منفصل وهل يوجد اختلاف بين القطاعات .
- ٢- ضرورة أن تعمل إدارات الشركات المدرجة في البورصة المصرية على دراسة وتقييم الهيكل التمويلي بهدف الوصول إلى أفضل نسبة مثلى لهيكل رأس المال بالاستناد على اثر العوامل التي تم التوصل اليها .
- ٣- حث الشركات المساهمة على الإدراج في البورصة كأداة من أدوات التمويل التي يمكن من خلاله ان نصل الى هيكل رأس مال متوازن .
- ٤- ضرورة إجراء المزيد من الدراسات لتشمل متغيرات أخرى لم تشملها الدراسة مثل كعوامل يحتمل ان تؤثر على هيكل رأس المال .
- ٥- ضرورة تضمين التقرير النهائي للبيانات والقوائم المالية الذي تصدرها الشركات في نهاية الفترة المالية القواعد والأسس التي تبنى عليها عملية ادارة هيكل رأس المال طالما أن الشركات المدرجة تعمل وفقا لقواعد الإفصاح التي تحدد أسلوب ادارة الديون بالشركة .

## المراجع :

- ١- ابوشماله ، سامى نصر والخضراوى ، زكية عبدالكريم والشاعر ، الف هاشم ، (٢٠١٧) ، اثر هيكل المديونية على الاداء المالى بعض الادلة من الشركات المدرجة بورصة فلسطين ، مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الاقتصادية والادارية ، المجلد الثانى ، العدد ٨ ، ٢٠١٧ .
- ٢- امهال ، عبدالله محمد و التائب ، على مفتاح (٢٠١٥) ، هيكل التمويل وأثره على تنوع هيكل استثمارات الشركة ، مجلة جامعة سرت العلمية (العلوم الانسانية) ، المجلد ٥ ، ٢٠١٥ .
- ٣- الشبيب ، دريد كامل ، (٢٠٠٧) ، مقدمة فى الادارة المالية المعاصرة ، دار المسرة للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن .
- ٤- بخيت، محمد بهاء، (٢٠١٠)، الادارة المالية وتمويل الشركات، دار الجامعيين، القاهرة
- ٥- شلاش ، سليمان ، البقوم ، على ، العون ، سالم ، (٢٠٠٤) ، العوامل المحددة للهيكل المالى فى شركات الاعمال ، المنارة ، المجلد ١٤ ، العدد ١ ، ٢٠٠٨
- ٦- عمر ، غناب بكر مصطفى ، (٢٠١٥) ، دور الهيكل التمويلي فى تحقيق العوائد المالية والقيمة السوقية للشركات ، رسالة ماجستير ، جامعة الازهر ، غزة ، فلسطين
- ٧- عسيري ، فاطمة محمد ، (٢٠٢٠) ، أثر هيكل التمويل على عائد السهم السوقي فى الشركات السعودية
- ٨- دراسة تطبيقية ، المجلة العربية للعلوم ونشر الأبحاث مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية المجلد الرابع العدد الحادي عشر سبتمبر ٢٠٢٠ م .
- ٩- عمار ، قصى على ، (٢٠١٧) ، أثر الهيكل التّمويلي على الأداء المالى للشركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية \_ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية ، المجلد ٣٩ ، العدد ٦ ، ٢٠١٧
- ١٠- عليوى ، نشات حكمت ، (٢٠١٩) ، اثر الرفع المالى على الاداء المالى للشركات المساهمة ، رسالة ماجستير ، كلية الاعمال ، جامعة الشرق الاوسط ، الاردن
- ١١- قربوع ، راضية ، (٢٠١٧) ، محددات اختيار الهيكل المالى الامثل للمؤسسة الاقتصادية ، رسالة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة العربي بن مهيدي ، الجزائر.
- ١٢- موسى ، اسلام ، (٢٠٢٠) ، اثر تعويم سعر الصرف على الميزان التجارى وانعكاسه على النموذج المصري ، الحوار المتمدن ، العدد ٦٦١٩ ، ٢٠٢٠ .

العلاقة بين الهيكل التمويلي للشركات مع ربحيتها وموائد أسهمها دراسة مقارنة ...

أبو بكر خميس يونس العيونى

١٣- معاليم ، سعاد ، بومجان ، عادل ، (٢٠١٨) ، الادارة المالية الحديثة ، دار اسامة للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن .

١٤- ناصح ، عادل حاتم و البدران ، عبدالخالق ياسين ، (٢٠١٤) ، علاقة الهيكل التمويلي بربحية الشركات ، مجلة العلوم الاقتصادية ، العدد ٣٧ ، المجلد ١٠ ، ٢٠١٤

١٥- هندی ، منير ابراهيم ، (٢٠١٠) ، الادارة المالية مدخل تحليلي معاصر ، الطبعة السادسة ، المكتب العربي الحديث ، الاسكندرية .

16- Alamgir Hossain, &. Saifullah Khalid,(2019), An Empirical Analysis Of Capital Structure And Firm's Financial Performance In A Developing Country, Global Journal Of Management And Business Research: C Finance, Volume 19 Issue 3 Version 1.0 Year 2019.

17- Chandrasiri At Al ,(2018) ,The Impact Of Capital Structure On Firm Performance: Evidence From Sri Lanka

18- Hakan And Arslan ,(2019), Effect Of Financial Structure Ratios On Profitability: Panel Data Analysis On Manufacturing Sector , Journal Of Business Research Turk, 2019, 11(1), 504-516

19- Hmdn Somathilake,(2020), The Effect Of Debt Financing On Corporate Profitability: Special Reference To Manufacturing Companies Listed In Colombo Stock Exchange, International Research Journal Of Modernization In Engineering Technology And Science, Volume:02/Issue:05/May-2020.

20- Rupali, S,Ambadkar, (2019) , Capital Structure And Profitability Of Foreign Direct Investment Companies In The Indian Manufacturing Sector , International Journal Of Scientific & Technology Research Volume 8, Issue 07, July 2019

21- Narinder Pal Singh, And, Mahima Bagga,(2019), The Effect Of Capital Structure On Profitability, Jindal Journal Of Business Research, O. P.

Jindal Global University, First Published March 6, 2019 Research Article.

- 22- Thanh Hieu Nguyena\* And Huu Anh Nguyena,(2019), Capital Structure And Firm Performance Of Non-Financial Listed Companies: Cross-Sector Empirical Evidences From Vietnam, Anational Economics University, Vietnam.
- 23- Yakubu Abubakar And Gbenga Joseph Olowe,(2019), Capital Structure And Financial Performance Of Selected Quoted Firms In Nigeria, International Journal Of Research And Scientific Innovation (Ijrsi) | Volume Vi, Issue Ii, February 2019