

إدارة رأس المال العامل الكفاء وتأثيرها على الأداء المالي للشركات المدرجة
بسوق الأوراق المالية المصري

د. غادة مرزوق محمد *

(*). د. غادة مرزوق محمد : مدرس بقسم ادارة الاعمال - كلية التجارة جامعة طنطا .

Email : ghadamarz73@yahoo.com

- ملخص:

تختبر الدراسة الحالية الى أى مدى تؤثر إدارة رأس المال العامل الكفاءة على الأداء المالي لكافة الشركات المسجلة بالسوق المصري لتداول الأوراق المالية خلال الفترة من سنة ٢٠١٤ حتى ٢٠١٨. واعتمدت الدراسة على منهجية بيانات السلاسل الزمنية المقطعية المعروفة بالبيانات الطولية Panel data ، وتم تجميع البيانات لمدة خمس سنوات لكل شركة من شركات العينة البالغ عددها ١٤٣ شركة، وهو ما يعني أن الحجم الكلي لعينة الدراسة يعادل ٧١٥ مفردة. وتم دراسة تأثير المتغيرات الممثلة لإدارة رأس المال العامل (دور تحول النقدية، متوسط فترة التخزين، متوسط فترة السداد، متوسط فترة التحصيل) على الأداء المالي ممثلاً بأحد أهم المقاييس التقليدية وهو معدل العائد على أصول الشركة ROA وواحد من أهم المقاييس الحديثة وهو القيمة الاقتصادية المضافة EVA ، وهو الأمر الذى يميز هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات الأخرى.

وتم تطبيق أسلوب الانحدار المتعدد بين المتغيرات، وأوضحت نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة أن هناك تأثير سلبي معنوي لمتغيرات إدارة رأس المال العامل على معدل العائد على الأصول عند مستوى دلالة أقل من (٠.٠٥) وذلك في وجود بعض المتغيرات الرقابية، مثل حجم الشركة، معدل نمو المبيعات، الرافعة المالية. كما أشارت نتائج نموذج التأثيرات العشوائية الى وجود تأثير سلبي أيضاً له دلالة إحصائية عند مستوى أقل من (٠.٠٥) وذلك لمتغيرات إدارة رأس المال العامل بالنسبة للقيمة الاقتصادية المضافة. وتوجه نتائج الدراسة أنظار المديرين الى أهمية الحفاظ على خلق توازن بين السيولة والربحية حتى لا يكون تحقيق أحدهما على حساب الآخر، مما يضر فى نهاية الأمر بمصلحة الشركة والملاك والأطراف ذوى الصلة بالشركة.

الكلمات المفتاحية: إدارة رأس المال العامل، دورة تحول النقدية، متوسط فترة التحصيل، متوسط فترة التخزين، متوسط فترة السداد، معدل العائد على الأصول، القيمة الاقتصادية المضافة.

Abstract

This study aims to test the influence of efficient working capital on financial performance in companies listed on the Egyptian Exchange. Considering of sample of 143 listed companies over a reference period of 5 years (2014-2018). Therefore, the total sample size is 715 observations. The study examines the effect of working capital management (Cash conversion cycle, inventory holding period, receivable period and payable period) on financial performance measured by return on assets (ROA) and economic value added (EVA).

Finding, based on panel data regression along with fixed and random effects estimation, have presented a significant negative effect of working capital management on financial performance (measured by ROA as well as (EVA).

The outcome of the current research will assist managers to understand the importance of maintaining balance between liquidity and profitability while conducting a firm day to day operation.

- مقدمة:

إن الاهتمام بتنمية وتطوير الأداء يعد من أهم المهام التي تسعى إليها الإدارة الحديثة من خلال تنمية مهارات وقدرات الإدارات المتخصصة ومنها إدارة جوانب الاستثمار المالي، والتي تضم في جزء منها إدارة الأصول المتداولة (الزبيدي، حسين، ٢٠١٢). وتجدر الإشارة في هذا السياق إلى أن الإدارة المالية الاستراتيجية قد استحوذت ولفترة طويلة على اهتمام دراسات التمويل، بينما لم تلق الإدارة المالية التشغيلية والمتعلقة بالقرارات المالية قصيرة الأجل نفس القدر من الاهتمام والتركيز على الرغم من ارتباطها بعناصر لا تقل نسبتها عن ٥٠% بميزانية أى شركة. وتعد الأزمة المالية العالمية والتي طالت معظم دول العالم عام ٢٠٠٨ من أبرز العوامل التي ركزت الضوء على أهمية الإدارة المالية التشغيلية. فقد تسببت هذه الأزمة في إحداث تباطؤ اقتصادي كبير وصعوبة في تدفق رؤوس الأموال من أسواق الدول المتقدمة إلى الأسواق الناشئة، مع ارتفاع في تكاليف التمويل طويل الأجل، الأمر الذي لفت الانتباه إلى أهمية الإدارة المالية التشغيلية والمعروفة أيضاً بإدارة رأس المال العامل لارتباطها بمصادر التمويل قصيرة الأجل، والتي يرى الباحثون والممارسون أنها تمثل ضرورة في فترات الرواج الاقتصادي وتزداد أهميتها في أوقات الأزمات الاقتصادية للتغلب على تداعياتها (Hassan & others (2017).

إن إدارة رأس المال العامل ترتبط باتخاذ القرارات المالية المتعلقة بتحديد حجم الاستثمارات في الأصول المتداولة وكيفية تمويل هذه الاستثمارات. ويشير الواقع إلى أن هذه القرارات تستحوذ على نصيب كبير من وقت المدير المالي، والذي يسعى قدر استطاعته إلى تحقيق توازن بين هدي السيولة والربحية أثناء اتخاذه لهذه القرارات، بحيث لا يكون تحقيق أحدهما على حساب الهدف الآخر نظراً لأن أي قرار يتم اتخاذه بشأن أحد عناصر صافي رأي المال العامل يؤثر على غيره من باقي العناصر الأخرى، ولذلك فإن المدير المالي يحاول أن يوازن بين العائد والمخاطرة عند اتخاذ مثل هذه القرارات من أجل تعظيم قيمة الشركة وتحقيق مصالح الملاك بالتبعية. مما يشير ضمناً أن الإدارة الكفاء لرأس المال العامل لا تؤثر فقط على الأداء المحاسبي للشركة، وإنما تؤثر أيضاً على أدائها التسويقي.

وفي هذا السياق أجريت العديد من الدراسات سواء في الدول المتقدمة أو الأسواق الناشئة، وذلك لاختبار الى أى مدى تؤثر إدارة رأس المال العامل على الربحية أو القيمة. وتحاول الباحثة في هذا البحث اجراء هذا الاختبار على الأداء المالي مستعينة بدورة تحول النقدية (CCC) بمكوناتها الثلاثة والمتمثلة في متوسط فترة التخزين، ومتوسط فترة السداد، ومتوسط فترة التحصيل، لتمثل إدارة رأس المال العامل، وتوظيف كل من معدل العائد على أصول الشركة والقيمة الاقتصادية المضافة كمقياس للأداء المالي.

وبالرجوع للدراسات التي أجريت في هذا الموضوع نجد أن الجانب الأكبر منها يركز على المقاييس التقليدية للأداء مثل معدل العائد على أصول الشركة أو معدل العائد على حقوق ملكية الشركة، بينما لم يتطرق منها سوى نسبة ضئيلة جداً لمقاييس الأداء الحديثة . وتتبلور المساهمة الرئيسية للبحث الحالي في الدمج بين المقاييس التقليدية للأداء (ROA) والمقاييس الحديثة (EVA)، وسيتم إجراء البحث في سوق الأوراق المالي المصري على عينة من الشركات المدرجة بهذا السوق والتي يبلغ عددها ١٤٣ شركة، للفترة الممتدة من ٢٠١٤ حتى ٢٠١٨، مع الاعتماد على البيانات اللوحية Panel data وتوظيف أسلوب الانحدار الذي يلائم طبيعة هذه البيانات.

وتتمثل الأجزاء المتبقية من هذا البحث في بيان مشكلة البحث وأهدافه وأهميته، يتبعها عرض للدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع، يلي ذلك توضيح لكيفية قياس متغيرات البحث وبناء فروض البحث وفقاً لما تم عرضه من الإطار النظري والدراسات السابقة. وتوضيح طرق

البحث التي استعانت بها الباحثة لاختبار فروض الدراسة، يلي ذلك استعراض نتائج الدراسة وفي الختام تأتي التوصيات والمراجع.

- مشكلة البحث:

يمثل رأس المال العامل شريان الحياة لكافة منظمات الأعمال على اختلاف طبيعتها نشاطها، فهو يستحوذ على نسبة مرتفعة من إجمالي أصول الشركة وإن كانت هذه النسبة تتفاوت من شركة إلى أخرى ومن صناعة إلى أخرى، إلا أن الغالبية العظمى من الشركات لا تقل بها هذه النسبة عن ٥٠% ومن ثم فإننا نتحدث عن مجموعة من الأصول ذات قيمة مادية كبيرة بالنسبة لأي شركة (أمجد، ٢٠٢٠).

ولقد زادت أهمية رأس المال العامل في الآونة الأخيرة مع تزايد وقوع الأزمات المالية وما صاحبها من ارتفاع مضطرب في تكاليف التمويل على المستوى العالمي وصعوبة في انتقال الأموال إلى الأسواق الناشئة، وهو الأمر الذي فرض على الشركات المتواجدة بهذه الأسواق البحث عن طرق وأساليب أخرى للتغلب على هذا الأمر والتي من بينها الاعتماد والتركيز على مصادر التمويل قصيرة الأجل مع ضرورة العمل على إدارة رأس المال العامل بكفاءة أكبر، حيث أن الاستثمار الزائد في رأس المال العامل يترتب عليه انخفاض العائد لتعطل قدر كبير من الأموال في صورة مخزون زائد أو نقدية دون استغلال مريح. كما أن انخفاض حجم الاستثمار في رأس المال العامل دون المستوى المطلوب يؤدي إلى تعرض الشركة لمخاطرة عدم القدرة على سداد ما عليها من مستحقات قصيرة الأجل (عبد الحافظ، ٢٠٠٠).

ولذلك فمن الأهمية بمكان أن يسعى المدير المالي للحفاظ على مستوى ملائم من السيولة يحول دون توقف النشاط اليومي للشركة، ويسمح لها بالوفاء بما عليها من التزامات قصيرة الأجل في مواعيدها. ومراعاة عدم حدوث خطأ أثناء تنفيذ هذه المهمة حتى لا تتأثر الربحية سلبياً، مما قد يعرض الشركة لأزمة مالية قد تؤدي بها في نهاية الأمر إلى التصفية وإعلان إفلاسها. وبناء عليه، فإن الإدارة الكفاء لرأس المال العامل تركز على تحقيق توازن بين هدفين متلازمين ومتعارضين من أهداف الإدارة المالية هما السيولة والربحية.

ولقد حظى موضوع إدارة رأس المال العامل بشكل عام، ومدى تأثيره على الربحية أو الأداء المالي بشكل خاص باهتمام العديد من الباحثين نظراً للنتائج المتعارضة للدراسات التي تناولت هذا الموضوع.

فقد أوضحت نتائج بعض الدراسات أن هناك علاقة إيجابية بين إدارة رأس المال العامل والربحية، بينما أسفرت نتائج البعض الآخر عن علاقة سلبية، وأظهرت نتائج عدد محدود جداً من الدراسات أن هناك علاقة غير خطية بين إدارة رأس المال العامل والربحية. وانطلاقاً من أهمية هذا الموضوع، وبناء على النتائج المتعارضة التي توصلت إليها الدراسات السابقة ، تولد الدافع لدى الباحثة لإجراء هذا البحث، وذلك لاختبار الى اى مدى تؤثر إدارة رأس المال العامل على الأداء المالي ، وهو ما يمكن التعبير عنه في السؤال التالي:
إلى أي مدى تؤثر إدارة رأس المال العامل الكفاء على الأداء المالي وذلك للشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة الممتدة من عام ٢٠١٤ حتى عام ٢٠١٨ وما هو اتجاه هذا التأثير؟

- أهمية البحث:

- تتلخص أهمية هذا البحث في النقاط التالية:

- ١- إلقاء الضوء على أهمية إدارة رأس المال العامل الكفاء وتأثيرها على الأداء المالي ، وذلك انطلاقاً من أن إدارة رأس المال العامل تعد شريك رئيسي مع الإدارة الاستراتيجية في تحقيق الهدف الذي تسعى إليه الإدارة المالية وهو تعظيم قيمة الشركة.
- ٢- يمثل هذا البحث إضافة متواضعة بفضل الله لرصيد المكتبة العربية نظراً لأن الجانب الأكبر من الدراسات التي تطرقت لاختبار تأثير إدارة رأس المال العامل على الربحية استعانت بمقاييس الأداء التقليدية مثل معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية وغيرها من المقاييس المحاسبية الأخرى، بينما لم يتطرق سوى عدد محدود من الدراسات لمقاييس الأداء الحديثة، والتي قامت الباحثة في هذا البحث بتوظيف واحد من أهمها وهو القيمة الاقتصادية المضافة EVA.

- أهداف البحث:

تسعى الباحثة الى اختبارمدى تأثر الأداء المالي بادارة رأس المال العامل للشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة من عام ٢٠١٤ حتى عام ٢٠١٨. ولإجراء هذا الاختبار استعانت الباحثة بدورة التحول النقدي بمكوناتها الثلاثة (متوسط مدة السداد، متوسط فترة التحصيل، متوسط فترة التخزين) وذلك لقياس إدارة رأس المال العامل، بينما تم الجمع بين المقاييس التقليدية والحديثة لقياس الأداء المالي، حيث تم استخدام معدل العائد على أصول الشركة ممثلاً

للمقاييس التقليدية، و القيمة الاقتصادية المضافة ممثلاً للمقاييس الحديثة، وسوف يتم بناء نموذج رياضي لاختبار تأثير إدارة رأس المال العامل على الأداء المالي في وجود البعض من المتغيرات الرقابية اللازمة لضبط العلاقة كالرافعة المالي، معدل نمو المبيعات، وحجم الشركة.

– الدراسات السابقة:

انصرف اهتمام العديد من الباحثين على مدى السنوات القليلة الماضية إلى موضوع إدارة رأس المال العامل وتأثيره على الربحية وبشكل أكثر تحديداً عقب الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨ وما نتج عنها من تداعيات اقتصادية خطيرة ومشكلات جسيمة في السيولة وتعاضم في حجم المخاطر الائتمانية، الأمر الذي كان له تأثير سلبي كبير على معظم دول العالم والتي بدأت تصرف اهتمامها تجاه إدارة رأس المال العامل بشقيها أي الأصول المتداولة والخصوم المتداولة، وكيفية تمويل صافي رأس المال العامل بالطريقة التي تكفل للشركة الاستمرار في مزاوله نشاطها والوفاء بما عليها من التزامات وبما لا يؤثر سلبياً على ربحيتها. وتعد هذه المهمة من أهم المعضلات التي تواجه المدير المالي بأي شركة، أي قدرته على خلق التوازن بين السيولة والربحية.

وبالإطلاع على الدراسات السابقة التي أجريت في هذا الموضوع لاحظنا أن هناك تباين في نتائجها، وأن كانت النسبة الأكبر منها أوضحت أن علاقة إدارة رأس المال العامل بالربحية علاقة سلبية (Shin & Soenen (1998), Deloof (2003). بينما أشارت نتائج البعض الآخر إلى إيجابية العلاقة مثل (Grill, et al (2010) ومؤخراً أظهرت نتائج عدد محدود جداً من الدراسات مثل شعبان (٢٠٢٠)، (Sorin & Anca (2021) أن العلاقة بين إدارة رأس المال العامل وربحية الشركة علاقة ليست خطية وتأخذ الشكل المقلوب لحرف U.

ويمكن إرجاع التباين في نتائج هذه الدراسات إلى الاختلافات العديدة الموجودة بين هذه الدراسات، والتي تتبلور في اختلاف البيئة التي أجريت فيها كل دراسة، فقد أجرى البعض في الأسواق المتقدمة، بينما أجرى البعض الآخر في الأسواق الناشئة، هذا بالإضافة إلى تنوع الأساليب والمداخل الإحصائية المستخدمة بكل دراسة، والتنوع في المتغيرات التي تناولتها كل دراسة بغرض معرفة مدى تأثيرها بإدارة رأس المال العامل والتي تنوعت ما بين مقاييس الأداء التقليدية والحديثة، حيث اقتصرت النسبة الأكبر من الدراسات على توظيف واحد أو أكثر من مقاييس الأداء التقليدية، بينما اعتمدت فقط بعض الدراسات الأخرى على مقاييس الأداء الحديثة، ويوجد عدد محدد من الدراسات التي دمجت بين مقاييس الأداء الحديثة والتقليدية. فعلى سبيل المثال قامت دراسة Lazarid &

Frimpongs & (2003), Deloof (2006), Tryfond (2006)، الساعدي (2012)، الزبيدي (2012)، Others (2019) بتوظيف إحدى مقاييس الأداء التقليدية وهو إجمالي دخل التشغيل لمعرفة مدى تأثيره بإدارة رأس المال العامل والتي تم قياسها بدورة تحول النقدية بمكوناتها الثلاثة والمتمثلة في متوسط فترة التحصيل، متوسط فترة التخزين وفترة السداد للموردين.

وفي سبيل اختبار هذه العلاقة قام Deloof (2003) باختيار عينة مكونة من 1009 شركة بلجيكية لا تنتمي للقطاع المالي وذلك خلال الفترة الممتدة من 1992 حتى 1996 أي لمدة خمس سنوات. وتم استخدام تحليل الارتباط والانحدار لإجراء هذا الاختبار في وجود بعض المتغيرات الضابطة مثل حجم الشركة ومعدل نمو المبيعات والرافعة المالية، وذلك بغرض معرفة التأثير الصافي لرأس المال العامل على الربحية وهو الأمر الذي سلكته الغالبية العظمى من الدراسات. وأوضحت نتائج الدراسة أن تخفيض كل من متوسط فترة التحصيل ومتوسط فترة التخزين يؤدي إلى زيادة الدخل التشغيلي أي أن العلاقة بينهما سلبية، وأشارت النتائج أيضاً إلى سلبية العلاقة بين متوسط فترة السداد والدخل التشغيلي، وهو ما لا يتفق مع نظرية دورة تحول النقدية، فمن المفترض أن تكون العلاقة ايجابية نظراً لأن إطالة فترة سداد ما على الشركة من التزامات تجاه الموردين يسمح باستثمار هذه الأموال في فرص استثمارية أخرى تدر عائداً. ويرجع Deloof هذه النتيجة إلى أن الشركات الأقل ربحية تتأخر في سداد ما عليها من التزامات تجاه الموردين، وهو ما يشير بشكل ضمني إلى أن الربحية هي التي تؤثر في سياسة الدفع الخاصة بالمشتريات الآجلة.

وفي دولة أوروبية أخرى وهي أثينا، قام كل من Lazarid & Tryfond (2006) باختيار عينة مكونة من 131 شركة مدرجة بسوق الأوراق المالية بأثينا لاختبار هذه العلاقة، وذلك عن الفترة الممتدة من 2001 حتى 2004، وتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة دالة إحصائياً بين إدارة رأس المال العامل والربحية، واقترحت النتائج أن الحفاظ على دورة تحول النقدية عند المستوى الأمثل من الممكن أن يعزز من ثروة الملاك.

وتعد دراسة الساعدي (2012) من الدراسات العربية التي اهتمت باختبار هذه العلاقة وذلك في دولة الامارات على عينة مكونة من 41 شركة لمدة 6 سنوات من 2005 حتى 2010، وأسفرت نتائجها عن وجود علاقة سلبية بين كل من متوسط فترة تحصيل الذمم ومتوسط فترة التخزين مع الربحية، وجاءت العلاقة ايجابية بين متوسط فترة سداد الموردين والربحية وهو ما يتفق مع نظرية دورة تحول النقدية. بينما تصل دراسة الزبيدي، حسين (2012) إلى وجود علاقة ذات

دلالة إحصائية بين دورة تحول النقدية والربحية ممثلة بإجمالي دخل التشغيل، الأمر الذي لا يتفق مع نتائج الدراسات سالفة الذكر أو مع النظرية، وهو ما أرجعه الباحثان إلى أن شركات العينة والمكونة من ٥٥ شركة مسجلة بسوق الأسهم السعودي لا تعطي لإدارة رأس المال العامل الاهتمام الكافي لعدم إدراكها بأهميته، كما يمكن إرجاع هذه النتائج أيضاً إلى عدم توافر الكفاءات والقدرات الإدارية التي يمكنها التعامل مع إدارة رأس المال العامل بالشكل المناسب، وهو ما يتوافق مع نتائج دراسة (Tingboni & Others (2020) والتي أوضحت أن تأثير الأداء المالي بإدارة رأس المال العامل يتغير ليعكس عدد من المتغيرات المرتبطة بالموارد والظروف البيئية والقدرات الإدارية. وتتفق نتائج دراسة (Frimpongs & others (2019) بدولة غانا مع نتائج الدراسات السالف ذكرها عدا نتائج دراسة الزبيدي. ومن المقاييس التقليدية الأخرى الأكثر شيوعاً واستخداماً هو مقياس معدل العائد على الأصول والذي اعتمدت عليه بعض الدراسات إما بمفرده أو بدمجه مع بعض المقاييس الأخرى سواء التقليدية أو الحديثة، وتعد دراسة (Garcia & Martinez (2007) ودراسة (Nwude & Others (2018) ودراسة (Anton & Nucu (2021) من الدراسات التي أجرت اختبار لمدى تأثير الربحية بإدارة رأس المال العامل باستخدام معدل العائد على الأصول فقط.

وتوصلت دراسة (Garacia & Martinez (2021) التي أجريت في أسبانيا إلى أن هناك علاقة سلبية بين كل من متوسط فترة التخزين ومتوسط فترة تحصيل الذمم ومعدل العائد على الأصول، إلا أنه لم يتم تأكيد العلاقة مع متوسط فترة السداد. وأشارت نتائج دراسة (Nwude & others (2018) التي أجريت على ٢٠ شركة بقطاع الخدمات المالية بنيجيريا إلى أن لدورة تحول النقدية تأثير سلبي دال إحصائياً على معدل العائد على الأصول. وجاءت نتائج دراسة (Anton & Nucu (2021) لتدل على أن العلاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية غير خطية، حيث تؤثر إدارة رأس المال العامل على الربحية إيجابياً حتى نقطة معينة تعرف بنقطة التعادل ثم يبدأ بعدها التأثير السلبي في الظهور. وهي بذلك تقدم توجه ثالث مختلف عن نتائج الدراسات السابقة التي انقسمت نتائجها إلى علاقة سلبية أو إيجابية.

ومن المقاييس التقليدية الأخرى التي تم الاستعانة بها في عدد محدود من الدراسات معدل العائد على رأس المال الموظف، والتي يتميز بقدرته على تقييم الأداء المالي والتشغيلي معاً. حيث اختبرت دراسة (Gull & Arshad (2013) تأثير إدارة رأس المال العامل والسيولة على الأداء المالي للشركات المسجلة بسوق كارتشي، وذلك لعينة مكونة من ١٩ شركة وامتدادت فترة الدراسة من

٢٠٠٥ حتى ٢٠١٠، وتم توظيف تحليل الانحدار لاختبار هذا التأثير وأوضح نتائجها عن وجود تأثير معنوي له دلالة إحصائية لإدارة رأس المال العامل على العائد على رأس المال الموظف، وان هناك ارتباط سلبي قوي بين الأداء المالي وكل من معدل دوران المخزون ومعدل دوران الذمم. واستخدمت أيضاً دراسة Hogorle & others (2020) معدل العائد على رأس المال الموظف وأجريت الدراسة بدولة ألمانيا، وتم استخدام منهجية البيانات اللوحية لعينة مكونة من ١١٥ شركة مسجلة بسوق الأسهم بألمانيا. وأشارت نتائج الدراسة إلى أن الإدارة الكفاء لرأس المال العامل والتي تركز على دورة أقصر لتحول النقدية لها تأثير إيجابي على ربحية الشركة.

بناء على ما سبق، يمكننا القول أن كافة الدراسات التي تم عرضها حتى الآن لم توظف سوى مقياس واحد فقط من مقاييس الأداء التقليدية . على الجانب الآخر، يوجد بعض الدراسات التي استعانت بمقاييس من مقاييس الأداء التقليدية مثل دراسة رابعة (٢٠١٣) ودراسة طويوش (٢٠١٨) والتي تم الجمع فيها بين معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية، حيث أجريت دراسة رابعة (٢٠١٣) على ١٥ شركة صناعية بالسوق السعودي وأسفرت نتائجها عن وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية لمتغيرات رأس المال العامل على مقاييس الأداء المستخدمة، وهو ما يشير الي أن زيادة طول فترة التحول النقدي يؤدي بالتبعية إلى انخفاض الربحية. ولا تتفق هذا النتائج مع نتائج دراسة زيبيدي (٢٠١٢) التي أجريت بالسوق السعودي أيضاً، وهو ما أرجعته الباحثة إلى أن العينة بدراسة زيبيدي تكونت من ٥٥ شركة من مختلف القطاعات الاقتصادية، بينما تم تطبيق دراسة رابعة على ١٥ شركة صناعية فقط، وكما هو معلوم فإن رأس المال العامل يمثل أهمية كبرى للشركات التي تنتمي للقطاع الصناعي بصفة خاصة، وبشكل نسبة كبيرة من إجمالي أصولها على عكس بعض القطاعات الأخرى، هذا بالإضافة إلى أن فترة العينة بدراسة رابعة أكثر طولاً حيث امتدت إلى ١١ عام، بينما اقتصر في دراسة زيبيدي على ٤ سنوات.

أما بالنسبة لدراسة طويوش (٢٠١٨) والتي تطرقت لاختبار هذه العلاقة في سوق الأوراق المالية بعمان، فقد أظهرت نتائجها أن هناك علاقة سلبية معنوية إحصائياً بين متغيرات رأس المال العامل والربحية، مما يشير إلى أن الشركة تستطيع زيادة ربحيتها بالعمل على تقصير دورة تحول النقدية.

والآن ننقل لجانب آخر من الدراسات التي اعتمدت على مقاييس الأداء الحديثة مثل مقياس توبن كيو، والذي استخدم بكثرة من قبل الباحثين إما بشكل منفرد أو مع مقاييس الأداء

الأخرى سواء التقليدية أو الحديثة. فعلى سبيل المثال اعتمدت كل من دراستي Priyashanthox & Perera (2018); Arachchi & Others (2017) على هذا المقياس بمفرده في اختبار تأثير إدارة رأس المال العامل على قيمة الشركة بدولة سيريلانكا، حيث تكونت العينة بالدراسة الأولى من ٤٤ شركة، وتضمنت العينة بالدراسة الثانية ٥٠ شركة. وباستخدام تحليل الانحدار توصلت نتائج الدراستين إلى وجود علاقة سلبية بين دورة تحول النقدية ومقياس توين كيو.

أما بالنسبة للدراسات التي لم تكتفي فقط بمقياس توين كيو، وأضافت إليه مقاييس أخرى، نجد دراسة (Abuzayed (2012)، ودراسة أبو عاقولة (٢٠١٦)، (Vahid, et al., (2012) ودراسة (Desai (2021). ففي دراسة (Abuzayed (2012) التي أجريت بدولة الأردن، استعان الباحث بمقياسين للأداء أحدهما تقليدي وهو اجمالي دخل التشغيل والآخر حديث وهو توين كيو وتم توظيف تحليل البيانات اللوحية ونموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية وطريقة العزوم المعممة لاختبار الفروض، وتوصلت النتائج إلى أن الربحية تتأثر إيجابياً بدورة التحول النقدي، ويرجع الباحث هذه النتيجة إلى أن الشركات الأكثر ربحية أقل دافعية لإدارة رأسمالها العامل. كما استعان أبو عاقولة (٢٠١٦) بثلاث مقاييس للأداء هم معدل العائد على الأصول، والعائد التشغيلي على المبيعات ومقياس توين كيو، وتم تطبيق الدراسة أيضاً على دولة الأردن وأسفرت نتائج الدراسة عن وجود علاقة سلبية معنوية إحصائية بين متغيرات إدارة رأس المال العامل ومقاييس الأداء التقليدية، بينما أظهرت النتائج المتعلقة بتوين كيو أن هناك علاقة موجبة معنوية إحصائية مع متوسط فترة التحصيل، وعلاقة سلبية مع متوسط فترة التخزين عند مستوى معنوية ١٠%.

وتعد دراسة (Desai (2021) من الدراسات القليلة التي أجريت على القطاع الخدمي، حيث ضمت عينة الدراسة ٢١١ شركة تعمل في مجال الرعاية الصحية بالهند. وتم توظيف معدل العائد على الأصول ومقياس توين كيو، وأوضحت نتائج الدراسة أن فترة الاحتفاظ بالمخزون لها تأثير سلبي معنوي على معدل العائد على الأصول، ولها تأثير إيجابي قوي على مقاييس توين كيو. بينما كان لفترة التحصيل تأثير سلبي على كل من المقياسين إلا أنه تأثير ليس له دلالة إحصائية.

وفي دراسة القيس (٢٠١٤) تم توظيف مقياس القيمة السوقية المضافة إلى جانب مقياس معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية، بغرض تقييم سياسات إدارة رأس المال العامل وتأثيرها على الربحية، وذلك في دولة الأردن لعينة مكونة من ٤٧ شركة. وأشارت نتائج الدراسة إلى أن الشركات الصناعية الأردنية تتجه سياسة استثمارية متحفظة في إدارة أصولها

المتداولة وتوازنها باتباع سياسة تمويلية جريئة في إدارة خصومها قصيرة الأجل وهو ما يتفق مع نتائج دراسة (Vahid, et al., (2012).

ومن الدراسات القليلة التي لم تكفي باختبار تأثير إدارة رأس المال العامل على الربحية فقط، وإنما أضافت لها بعداً آخر هو عنصر المخاطرة والتي تم قياسها بالانحراف المعياري للعوائد اليومية للأسهم، دراسة (Ben le (2018)، وذلك لعينة مكونة من ٤٩٧ شركة مسجلة بسوق الأسهم بفيتنام خلال الفترة الممتدة من ٢٠٠٧ حتى ٢٠١٦. وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن هناك علاقة سلبية لها دلالة إحصائية بين صافي رأس المال العامل وقيمة الشركة والمخاطرة. وأوصت الدراسة المديرين بضرورة مراعاة طبيعة العلاقة التبادلية بين الربحية والمخاطرة عندما يتعلق الأمر بقرارات رأس المال العامل.

ومن الدراسات التي أجريت على مصر، نجد دراسة (Moussa (2018) ودراسة شعبان (٢٠٢١)، فقد استهدفت دراسة Moussa اختبار مدى تأثير أداء الشركة بإدارة رأس المال العامل، وذلك من خلال توظيف طريقة العزوم المعممة ومنهجية البيانات اللوحية لعينة مكونة من ٦٨ شركة صناعية مسجلة بسوق الأسهم خلال الفترة الممتدة من ٢٠٠٠ حتى ٢٠١١، وكشفت نتائج الدراسة أن أداء الشركة يرتبط بشكل موجب مع طول دورة تحول النقدية.

وقام شعبان (2021) في دراسته بالتحقق من شكل العلاقة بين متغيرات إدارة رأس المال العامل والربحية للشركات المسجلة بسوق الأسهم المصري وذلك استخدام Curve Estimation والذي أوضح نتائج أن العلاقة بينهما غير خطية وهو ما أكدته نتائج اختبار طريقة العزوم المعممة . وبناء عليه فإن نتائج دراسة شعبان قد توصلت إلى توجه ثالث مختلف وهو أن العلاقة ليست إيجابية أو سلبية وإنما هي علاقة غير خطية وهو ما يتفق أيضاً مع نتائج دراسة Anton&Nucu(2021) .

وإذا ما نظرنا إلى نتائج دراسة Moussa نجد أنها تختلف بشكل واضح عن النتائج التي أسفرت عنها دراسة شعبان، رغم أن كلاهما أجرى على سوق الأوراق المالية المصري، وهو ما أرجعته الباحثة إلى أن العينة بدراسة Moussa ركزت فقط على القطاع الصناعي، بينما امتدت العينة بدراسة رمضان لتضم كافة القطاعات باستثناء قطاع الخدمات المالية وقطاع البنوك.

هذا بالإضافة إلى أن الفترة التي غطتها دراسة شعبان شهدت في جزء منها تقلبات سياسية عفيفة صاحبها عدم استقرار في الأوضاع الاقتصادية، كان له بلا شك تأثير على أداء الشركات محل الدراسة.

نخلص مما سبق، وبناء على ما تم استعراضه من الدراسات الأجنبية منها والعربية إلى أن الغالبية العظمى من هذه الدراسات اعتمدت على مقاييس الأداء التقليدية فقط وبصفة خاصة معدل العائد على أصول الشركة ومعدل العائد على حقوق ملكيتها، عدا عدد محدود من الدراسات التي جمعت بين المقاييس التقليدية والحديثة.

هذا بالإضافة على أن معظم الدراسات استعانت بدورة تحول النقدية بمكوناتها الثلاثة كمقياس لإدارة رأس المال العامل مع توظيف بعض المتغيرات الرقابية اللازمة لضبط العلاقة مثل حجم الشركة، معدل نمو المبيعات والرافعة المالية. كما استخدمت معظم الدراسات نماذج الانحدار التي تعتمد على منهجية البيانات اللوحية التي تركز على الجمع بين البيانات المقطعية و السلاسل الزمنية .

وبأتى البحث الحالي استكمالاً لأدبيات الدراسات المالية التي تطرقت الى إدارة رأس المال العامل، وعلى قدر علم الباحثة وما يتيح لها من دراسات في هذا الموضوع، فإن هذا البحث يعد من أوائل الأبحاث التي تستهدف قياس تأثير إدارة رأس المال العامل على الأداء المالي، بالاستعانة بأحد أهم المقاييس الحديثة وهو القيمة الاقتصادية المضافة **Economic Value Added (EVA)** التي قدمها كل من ستيرن وستيورات عام ١٩٨٢ والتي تركز على مفهوم الربح الاقتصادي الذي لا يركز فقط على تكلفة الديون كما في حالة الربح المحاسبي، وإنما يركز أيضاً على تكلفة حقوق الملكية.

كما ستقوم الباحثة بتوظيف أسلوب التحليل المقطعي للسلاسل الزمنية المعروف بالبيانات اللوحية أو الطولية **Panel data** الذي يتعامل مع البيانات كما هي دون تعديل، وذلك بدلاً من اللجوء إلى المتوسطات الحسابية وما يرتبط بها مشكلة تقليل التفاوت بين البيانات وهو ما قد يؤثر على دقة النتائج.

- قياس المتغيرات:

تختبر الدراسة الحالية تأثير رأس المال العامل على الأداء المالي للشركة في ظل بعض المتغيرات الرقابية ،ووفقاً لذلك فإن إدارة رأس المال العامل **Working capital management**

(WCM) والمتغيرات الرقابية تمثل المتغيرات المستقلة، بينما يمثل الأداء المالي المتغير التابع، وفيما يلي توضيح لكيفية قياس كل متغير .

أولاً: المتغيرات المستقلة

١ - إدارة رأس المال العامل:

بداية يجب أن ننوه إلى أن مفهوم إدارة رأس المال العامل أكثر شمولاً من مفهوم رأس المال العامل نظراً لأن الأخير يقتصر فقط على الأصول المتداولة، بينما يتعامل الأول مع كلاً من الأصول المتداولة والخصوم المتداولة، ولتقييم إدارة رأس المال العامل هناك طريقتين رئيسيتين يمكن الاعتماد عليهما، الطريقة الأولى هي مفهوم الميزانية العمومية ودراسة مكوناتها من الأصول المتداولة والخصوم المتداولة، بينما تتمثل الطريقة الثانية في دورة تحول النقدية Cash conversion cycle (CCC) والتي اعتمدت عليها الباحثة نظراً لأنها تعبر بشكل أفضل عن كفاءة الشركة في إدارة رأس مالها العامل، فهو أكثر شمولاً لأنه يأخذ في اعتباره الفترة الزمنية المنقضية بين الاستحواذ على المواد الخام وتصنيعها وتحصيل قيمة المبيعات الآجلة من العملاء، وقد قدم هذا المقياس كل من Richard & Laughlin لأول مرة عام ١٩٨٠ (Nwude&others(2018) وتم استخدامه كأداة قوية في قياس كيفية إدارة رأس المال العامل، وتم توظيفه من جانب الباحثين كمقياس لإدارة رأس المال العامل عند دراسة تأثيرها على الربحية.

ويتم استخدام دورة تحول النقدية في تقييم إدارة النقدية، وهي تشير إلى التفاعل بين مكونات رأس المال العامل وتدفق الأموال داخل الشركة، وبالتالي فإنها تعبر عن الفترة الزمنية التي تظل فيها الأموال مقيدة في حساب المدينين والمخزون، وكلما ازدادت هذه الدورة طويلاً كلما زادت حجم الاستثمارات في رأس المال العامل، ويعتمد طول دورة تحول النقدية على فترة الاحتفاظ بالمخزون ومتوسط فترة التحصيل وفترة سداد حسابات الموردين، وتعتبر عنها المعادلة التالية (Frimpong&others(2019):

دورة التحول النقدي = فترة المخزون + فترة التحصيل من العملاء - فترة السداد للموردين

كما يمكن التعبير عنها أيضاً بالمعادلة التالية:

دورة تحول النقدية = دورة التشغيل - فترة حسابات الموردين

وهي بذلك تعبر عن الفترة ما بين المدفوعات النقدية والمتحصلات النقدية، وفيما يلي

توضيح لكيفية قياس كل عنصر من عناصر هذه الدورة. (عبد الحافظ، ٢٠٠٠)

١/١ - فترة المخزون:

وهي الفترة المنقضية بين استلام المخزون والتصرف فيه بالبيع، وبالتالي فإن فترة المخزون تقاس الفترة التي يظل فيها المخزون في المخزن، ومن ثم فإن العمل على تقليل هذه الفترة يتطلب سرعة في التصرف في المخزون وذلك بزيادة معدل دورانه ويمكن حساب هذه الفترة وفقاً للمعادلة التالية:

$$\text{فترة المخزون} = \frac{\text{عدد الأيام بالسنة}}{\text{معدل دوران المخزون}}$$

$$\text{معدل الدوران للمخزون} = \frac{\text{التكلفة المتعلقة بالبضاعة المباعة}}{\text{متوسط المخزون}}$$

١/٢ - فترة تحصيل الحسابات المدينة:

وهي الفترة الفاصلة ما بين التصرف في المخزون وبيع المخزون بالأجل وتحصيل قيمته، فإذا ما تم تحصيل قيمته بسرعة فإن ذلك من شأنه العمل على تخفيض فترة حسابات الذمم ويتم حسابها وفقاً للمعادلة التالية:

$$\text{متوسط فترة التحصيل} = \frac{\text{عدد الأيام بالسنة}}{\text{معدل دوران حساب الذمم}}$$

١/٣ - فترة سداد حساب الموردين:

وتشير هذه الفترة إلى المدة التي تفصل بين شراء المخزون بالأجل وسداد قيمته، ويمكن حسابها وفق المعادلة التالية:

$$\text{فترة سداد حسابات الموردين} = \frac{\text{حسابات الموردين}}{\text{تكلفة الشراء بالأجل في اليوم الواحد}}$$

وفي الغالب لا تتوفر بيانات عن تكلفة الشراء ويتم استبدالها بتكلفة البضاعة المباعة ولذلك يتم حسابها كما يلي:

$$\text{فترة سداد حسابات الموردين} = \frac{\text{حسابات الموردين}}{\text{تكلفة البضاعة في اليوم الواحد}}$$

٢- المتغيرات الرقابية أو الضابطة:

اعتمدت الباحثة على بعض المتغيرات الرقابية والتي أجمعت معظم الدراسات السابقة على تأثيرها على الأداء المالي وتضم هذه المتغيرات ما يلي:

١/٢- حجم الشركة:

يؤثر حجم الشركة على الأداء المالي من أكثر من جانب، فالشركات الكبيرة في السوق تمتلك قوة تفاوضية أفضل مع الموردين، كما أن الجهات المقرضة تكون مطمئنة أكثر لتقديم قروض لهذه النوعية من الشركات. ومن جانب آخر فإن الشركات الكبيرة تمتلك قنوات توزيع أقوى وأكثر انتشاراً للوصول للعملاء بكل سهولة، وهو الأمر الذي ينعكس على قدرتها على تحقيق الأرباح، ويمكن قياس الحجم بإيجاد اللوغاريتم الطبيعي للمبيعات للفترة t.

٢/٢- الرافعة المالية:

وتشير إلى الديون المستحقة على الشركة، ويمكن قياسها بقسمة إجمالي الديون على إجمالي أصول الشركة.

٣/٢- معدل نمو المبيعات:

يتم قياسه بإيجاد الفرق بين مبيعات الفترة t ومبيعات الفترة t-1 ثم قسمة الناتج على مبيعات الفترة t-1.

ولقد أجمعت نسبة كبيرة من الدراسات على توظيف هذه المجموعة من المتغيرات الرقابية وذلك لمعرفة التأثير الصافي لإدارة رأس المال العامل على الأداء المالي ، ولذلك استعانت بها الباحثة في الدراسة . ويوضح الجدول التالي ملخص بالمتغيرات المستقلة وطرق قياسها .

جدول (١) مقياس إدارة رأس المال العامل والمتغيرات الرقابية

المتغير	رمز المتغير	طريقة قياسه
١- دورة التحول النقدي	CCC	فترة المخزون + فترة التحصيل الذم - فترة السداد للموردين
٢- متوسط فترة تحصيل الذم	DP	حساب المدينين / المبيعات الأجلة في اليوم الواحد
٣- فترة المخزون	IP	متوسط المخزون / تكلفة البضاعة في اليوم الواحد
٤- فترة السداد	SP	حساب الموردين / تكلفة البضاعة في اليوم الواحد
٥- حجم الشركة	LS	لوغاريتم مبيعات الشركة
٦- الرافعة المالية	FL	إجمالي الديون / إجمالي الأصول
٧- معدل نمو المبيعات	SG	مبيعات (t) - مبيعات (t-1) / مبيعات (t-1)

ثانياً: المتغير التابع

١- الأداء المالي:

١/١- معدل العائد على الأصول (ROA):

وهو يمثل أحد مقاييس الأداء التقليدية ويعبر عن مقدار الربح المحقق لكل جنيه تم استثماره في الأصول ويمكن قياسه من خلال المعادلة التالية:

$$\text{معدل العائد على الأصول} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

٢/١- القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):

تعد أحد أهم مقاييس الأداء الحديثة التي تم تقديمها من قبل كلاً من ستيرن وستيوارت عام ١٩٨٢، وتمثل امتداد لمفهوم الدخل المتبقي أو الربح الاقتصادي، ويتم حسابها بطرح تكلفة رأس المال من صافي دخل التشغيل بعد احتساب الضريبة.

ولقد قامت مؤسسة ستيرن وستيوارت بإجراء ما يقرب من ١٦٤ تعديل تخص رأس المال المستمر وصافي الدخل التشغيلي، إلا أنه من الناحية العملية يتم إجراء تعديلات في العادة تتراوح من ٥ ل ١٠ تعديلات وهي الأكثر أهمية/ كالتعديلات المتعلقة بفروق تقييم المخزون، نفقات البحوث والتطوير، الأرباح والخسائر المرتبطة ببيع الأصول. (الجبالي، ٢٠١٩)

ويمكن التعبير عن القيمة الاقتصادية المضافة بالمعادلة التالية:- (هندي، ٢٠١١)

$$\text{القيمة الاقتصادية المضافة} = \text{صافي دخل التشغيل بعد الضريبة} - \text{تكلفة الأموال}$$

$$= (\text{معدل العائد على رأس المال المستثمر} - \text{المتوسط المرجح لتكلفة الأموال}) \times \text{رأس المال المستثمر}$$

حيث أن:

صافي دخل التشغيل بعد الضريبة

معدل العائد على رأس المال المستثمر =

رأس المال المستثمر

المتوسط المرجح لتكلفة الأموال = المتوسط المرجح بالأوزان لتكلفة حقوق ملكية الشركة والديون التي تم استخدامها في تمويل رأس المال المستثمر وذلك في صورة نسبة مئوية.

ومن أهم العوامل التي أدت إلى القبول الواسع للقيمة الاقتصادية المضافة في بيئة الأعمال، هو أسلوبها المبتكر في التعامل مع ربحية الشركة الحقيقية على عكس المقاييس المحاسبية.

ولقد أكدت معظم الدراسات على صلاحية القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس للأداء المالي، وأنها تعد من أفضل المقاييس التي ظهرت في الآونة الأخيرة، فهي بمثابة إطار متكامل لاتخاذ القرارات والذي يساعد بدوره على إعادة توجيه الطاقات والموارد لخلق قيمة مستدامة للأطراف ذوي الصلة بالشركة.

وتجدر الإشارة إلى أن الأموال التي يتركها المساهمون أو الملاك بالشركة كان من الممكن أن توجه لفرص استثمارية أخرى تدر عليهم عائد أفضل إلا أنهم قد ضحوا بهذا العائد، ووفقاً لذلك فإن القيمة الاقتصادية المضافة تعد مقياس جيد يعبر عن مقدار الإضافة التي يجب أن تحققها الشركة للمساهمين. ولذلك يرى بعض المحللين أن التركيز على هذا المقياس يعني أنهم في الطريق الصحيح نحو تعظيم ثروة الملاك. هذا ومن الممكن استخدامه داخل أقسام الشركة الرئيسية كركيزة أساسية لنظم الحوافز المقدمة للمديرين وفق ما يقدمونه من قيمة اقتصادية مضافة. وقد أكد نائب رئيس شركة ستيرن وستيوارت أنه من بين جميع طرق القياس التي يتم استخدامها من قبل الشركات لقياس الأداء، لا يوجد شيء أكثر دقة من مقياس القيمة الاقتصادية المضافة. قدمي وآخرون (٢٠١١).

- فروض الدراسة:

من أجل بناء الفروض الدراسة لابد أولاً من استعراض الإطار النظري مدعماً بالدراسات السابقة التي أجريت في هذا الموضوع.

* مفهوم إدارة رأس المال العامل:

بداية يجب أن نفرق بين كل من مفهوم إجمالي وصافي رأس المال العامل، حيث يشير الأول إلى الأصول المتداولة وهي الأصول التي يمكن تحويلها إلى نقد في فترة أقل من السنة، وتتكون من النقدية وما في حكمها وحسابات المدينين والمخزون واستثمارات الشركة في الأوراق المالية قصيرة الأجل، بينما يشير الثاني إلى صافي رأس المال العامل إلى الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة. لبدة ومرزوق (٢٠١٥).

وتتبلور الأهمية المتعلقة بصافي رأس المال العامل في أنه يوفر مقياس كمي يعبر عن مدى قدرة الشركة على تحويل الأصول المتداولة بسرعة وبسهولة إلى نقد للوفاء بما عليها من التزامات قصيرة الأجل، وبناء عليه فهو يصلح كمقياس يمكن استخدامه من جانب الدائنين للحكم على الصحة المالية للشركة. طويرش (٢٠١٨)

ويرتبط مفهوم صافي رأس المال العامل ارتباط وثيق الصلة بمفهوم إدارة رأس المال العامل، والذي يشير إلى مدى قدرة الشركة على تمويل الفرق الموجود بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة، كما يعني أيضاً اتخاذ القرارات المالية المتعلقة بتحديد مقدار الاستثمار في الأصول المتداولة وكيفية تمويله. ومن المهارات التي بدأت تسعى إليها إدارة الشركات في الآونة الأخيرة خاصة مع تعاقب الأزمات المالية هي تلك المرتبطة بالكيفية التي يدار بها رأس المال العامل واتخاذ القرارات المرتبطة بالعمليات التشغيلية اليومية، وذلك استناداً إلى أن الكفاءة في إدارة رأس المال العامل تنطوي على تحسين مهارة الإدارة أيضاً في عملياتها التشغيلية المختلفة. الزبيدي (٢٠١٢)

وإدارة رأس المال العامل تخطى باهتمام أكبر من جانب المدير المالي نظراً لأن أكثر من ٥٠% من قيمة أصول الشركة تتركز في أصول متداولة، ولذلك يخصص المدير المالي وقت أكبر للعمليات اليومية للشركة، والتي ترتبط في الأساس بالأصول المتداولة والخصوم المتداولة والتي تتصف بالتقلب وعدم البقاء على نفس حالها لفترة طويلة. ومن ثم فإن الجانب الأكبر من قرارات المدير المالي يرتبط بصافي رأس المال العامل.

* إدارة مكونات رأس المال العامل:

وهي تهدف إلى تحقيق التوازن الأمثل بين كل مكون من مكونات رأس المال العامل، حيث يعتمد نجاح الشركة بدرجة كبيرة على مدى قدرة الإدارة المالية على إدارتها الكفاء لحسابات الدائنة والمدينة والمخزون والنقدية ونستعرض فيما يلي أهم مكونات رأس المال العامل. Frimpong & others (2019)

١- إدارة حسابات الذمم:

تمثل إدارة الذمم مكون مهم بالنسبة لأي شركة تطبق سياسة البيع بالأجل، حيث تستطيع الشركة أن تحدد حجم استثماراتها في هذا البند من خلال تطبيق سياسة ائتمانية جيدة تفحص شروط البيع بالأجل وشروط التحصيل والفترة المسموح بها لتحصيل قيمة المبيعات الآجلة.

ومن الأهمية بمكان قبل الاستقرار على سياسة ما دون غيرها المفاضلة بين التكاليف والمنافع المتعلقة بكل سياسة، واختيار السياسة التي يمكن من خلالها التحكم في مستوى التكاليف المرتبطة بمنح الائتمان وتحقيق أكبر قدر من المنافع، ولا تسمح بتراكم الذمم لفترات تتجاوز المدة المحددة بالشروط الائتمانية، وذلك تجنباً لعدم تجميد الأموال وعدم استغلالها بالشكل الأمثل، وتعد متوسط فترة التحصيل مؤشر هام في تقييم السياسة الائتمانية بالشركة.

٢ - إدارة الحسابات الدائنة:

تعبر الحسابات الدائنة عن مديونية الشركة تجاه الموردين، وتنتج عن قيام الشركة بالشراء بالأجل، وتسعى الشركة قدر استطاعتها لإطالة الفترة الائتمانية التي يجب السداد خلالها من أجل استغلال هذه الأموال في فرص استثمارية أخرى، هذا بالإضافة إلى أن بعض الشركات تسعى أيضاً لإطالة هذه الفترة كي تتمكن من تحويل المواد الخام إلى سلع تامة الصنع وتصريفها في الأسواق وتحصيل قيمتها حتى تستطيع أن تقوم بسداد ما عليها، وتمثل فترة السداد مقياس مفيد في تقييم كفاءة الإدارة المالية في سداد ما عليها من مستحقات للموردين.

٣ - إدارة المخزون:

يستحوذ المخزون على نسبة مرتفعة من إجمالي قيمة الأصول بوجه عام والأصول المتداولة بصفة خاصة، فهو عنصر لا يمكن الاستغناء عنه بلنسبة للغالبية العظمى من الشركات. ونظراً لأن عدم التأكد هو السمة الأساسية للبيئة التي تعمل من خلالها الشركات، فإنها قد تحتفظ بمخزون زائد لمواجهة الطلبات المحتملة وغير المتوقعة من جانب العملاء، كما أنها تحتفظ أيضاً بمخزون تحت التشغيل حتى لا يؤثر حدوث أي مشكلة في المراحل التشغيلية السابقة على المراحل التشغيلية اللاحقة. ومن الأسباب التي تدفع الشركات أيضاً للاحتفاظ بالمخزون الاستفادة من وفورات الحجم الكبير وذلك بشراء كميات كبيرة من المواد الخام بسعر أقل.

إلا أنه تجدر الإشارة إلى أن زيادة المخزون عن المستوى المطلوب إنما يمثل مشكلة نظراً لتراكم الأموال في صورة عاطلة لا يتم استثمارها على النحو الأمثل مما يؤثر سلبياً على الربحية، هذا في الوقت الذي يمثل فيه نقصان المخزون عن المستوى المطلوب أيضاً مشكلة قد يترتب عليها تعطل العملية الإنتاجية وفقدان فرصة مبيعات مما يؤثر سلبياً على الربحية، لذلك فإن الإدارة المالية في سعي مستمر ودؤوب للوصول بالمخزون إلى المستوى الأمثل، ويعد متوسط فترة المخزون مؤشر هام للغاية للحكم على كفاءة الشركة في إدارة مخزونها.

ومن الملاحظ أن أي قرار يتم اتخاذه بشأن أي مكون من مكونات صافي رأس المال العامل من شأنه التأثير على بقية المكونات الأخرى وهو ما يقودنا للحديث عن نظرية دورة رأس المال العامل.

- نظرية دورة رأس المال العامل Working Capital Cycle Theory:

توضح هذه النظرية أن إدارة رأس المال العامل تتبع دورة تستطيع من خلالها تحديد احتياجاتها من رأس المال العامل عند أي نقطة زمنية. وتعرف دورة رأس المال العامل بأنها الفترة الزمنية التي تستغرقها الشركة لتحويل النقدية إلى مادة خام أو سلع تامة الصنع حتى الوقت الذي تحصل فيه الشركة قيمة مبيعاتها الآجلة من العملاء. وتتفاوت هذه الدورة من شركة إلى أخرى حسب حجمها وطبيعة منتجاتها وغيرها من العوامل الأخرى، ووفقاً لكل من (A7) Brealey & Myirs (2002) فإن دورة رأس المال العامل تأخذ المسار التالي، (Hassan&others(2017)

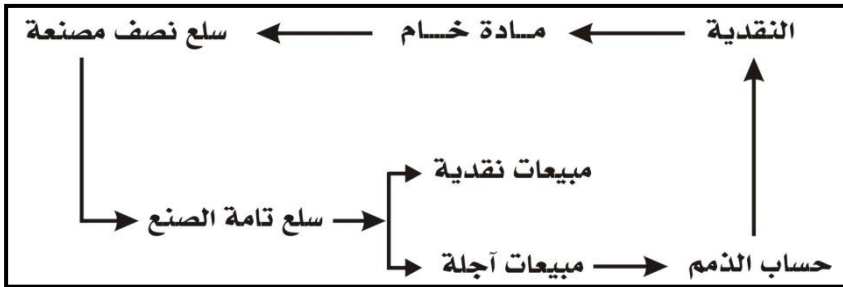
١- تحويل النقدية إلى مادة خام.

٢- تحويل المادة الخام إلى سلع نصف مصنعة.

٣- تحويل السلع نصف مصنعة إلى سلع تامة الصنع.

٤- التصرف في السلع تامة الصنع وبيعها إما نقداً أو بالآجل.

ويعبر الشكل التالي عن هذه الدورة:



شكل رقم (١)

دورة رأس المال العامل

وإذا كانت دورة رأس المال العامل تصف حركة المنتج بين البنود المختلفة للأصول المتداولة، فإن دورة تحول النقدية تقيس متوسط عدد الأيام المنقضية ما بين سداد قيمة المادة الخام وتحصيل قيمة مبيعاتها الآجلة، أي الفترة الزمنية المنقضية ما بين المدفوعات النقدية والمتحصلات النقدية.

وكلما طالت هذه الدورة زاد حجم الاستثمار في رأس المال العامل، ومن الممكن أن يترتب على ذلك زيادة ربحية الشركة نتيجة زيادة حجم مبيعاتها، ولكن على الجانب الآخر ربما تتأثر الربحية بشكل سلبي إذا كانت تكاليف الاستثمار في رأس المال العامل تتجاوز حجم المنافع المتولدة عن ذلك.

وكما أشرنا من قبل فإن دورة تحول النقدية يمكن التعبير عنها بالمعادلة التالية:
فترة التحول النقدي = متوسط فترة تحصيل الذمم + متوسط مدة التخزين - متوسط فترة السداد للموردين

ويمكن تخفيض طول هذه الفترة إما تخفيض فترة المخزون نظراً لأن الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من المخزون لا يعد مؤشر جيد في بعض الأحوال، لما يترتب على ذلك من ارتفاع في تكاليف التخزين واحتمالات تعرض البضاعة للتلف والفقد والتقادم وهو الأمر الذي يؤثر سلبياً على ربحية الشركة. كما يمكن للشركة تخفيض فترة تحول النقدية أيضاً بتخفيض فترة التحصيل وذلك بزيادة معدل دوران الذمم، أي السرعة في تحصيل قيمة المدينين من أجل إعادة الاستثمار بمعدل عائد مناسب، مما يؤدي إلى زيادة الربحية. وأخيراً يمكن بإطالة فترة السداد للموردين تقليل فترة التحول النقدي ولكن مع توخي الحذر حتى لا يكون هناك تأثير سلبي على العلاقة مع الموردين.

* مفهوم الأداء المالي:

يعرف الأداء المالي بأنه العملية المتعلقة بقياس النتائج الخاصة بسياسات الشركة وعملياتها التشغيلية معبراً عنها في صورة كمية أو رقمية، ويعكس تحليل الأداء المالي المركز المالي للشركة ومركزها التنافسي بالنسبة للقطاع الذي تنتمي إليه. ويمكن الاعتماد على البيانات المحاسبية المستمدة من القوائم المالية الأساسية مثل الميزانية العمومية وقائمة الدخل في تقييم الأداء المالي. وفي هذا السياق يمكن الاعتماد على مجموعة من المؤشرات والنسب المحاسبية كمعدل العائد على أصول الشركة، ومعدل العائد على حقوق ملكيتها وغيرها من المؤشرات الأخرى. ومؤخراً ظهرت مجموعة من المؤشرات الحديثة مثل القيمة السوقية المضافة للشركة، والقيمة الاقتصادية المضافة والتي يمكن الاستعانة بها أيضاً في تقييم الأداء المالي، وجاء ظهورها للتغلب على عيوب المؤشرات التقليدية والتي تتبلور بصورة رئيسية في تأثرها بالريح المحاسبي.

وتركز الدراسة الحالية على أحد أهم مؤشرات الأداء الحديثة وهو القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) إلى جانب الاستعانة أيضاً بأحد أهم مؤشرات الأداء التقليدية والتي تم استخدامها في معظم الدراسات السابقة وهو معدل العائد على الأصول.

*** نظرية الوكالة:**

تتلخص هذه النظرية في أن الإدارة وكيالة عن الملاك ومن ثم يصبح لزاماً عليها أن تسعى إلى تحقيق الأهداف التي دفعت هؤلاء الموكلين إلى توجيه جزء من ثرواتهم للاستثمار في الشركة المعنية (هندي، ١٩٩٦)، لذلك يجب أن تتركز المسؤولية لهؤلاء الوكلاء في تولي كافة شئون الشركة وإدارتها بالأسلوب الذي يعظم من قيمة الشركة وثروة ملاكها بالتبعية.

وتعد إدارة رأس المال العامل إحدى أهم مسئوليات الإدارة، والتي توضح النظرية المتعلقة بإدارة رأس المال العامل المزايا المرتبطة بالإدارة الكفاء لرأس المال العامل، حيث تقترض هذه النظرية أن هناك ارتباط منطقي بين إدارة رأس المال العامل والربحية Frimpong & others (2019) فالاستثمار الزائد في رأس المال العامل يترتب عليه انخفاض العائد بسبب وجود قدر من الأموال معطل في صورة مخزون زائد أو نقدية دون استثمار مريح، كما أن انخفاض حجم الاستثمار في رأس المال العامل عن المستوى المطلوب ربما يضع الشركة في موقف صعب فيما يتعلق بقدرتها على سداد ما عليها من مستحقات قصيرة الأجل. و انطلاقاً من ذلك فإن الإدارة باعتبارها وكيل عن الملاك يجب أن تسعى إلى تحقيق الكفاءة في إدارة رأس المال العامل واتخاذ القرارات التي من شأنها تغيير حجم الاستثمار في رأس المال العامل بالشكل الذي يترتب عليه تحقيق قيمة موجبة لصافة القيمة الحالية. عبد الحافظ (٢٠٠٠)

وعودة مرة أخرى إلى الأساس النظري لدورة تحول النقدية ومراجعة الدراسات السابقة نجد أن معظم الدراسات مثل (Raheman (2007) – Deloof(2003) استعانت بدورة تحول النقدية كمقياس شامل لإدارة رأس المال العامل وذلك لاختبار تأثيره على الربحية. وأوضحت نتائج هذه الدراسات أن تقصير دورة تحول النقدية يعزز من الربحية وأن العلاقة الارتباطية بين هذه الدورة والربحية علاقة سلبية، ويمكن تفسير هذه العلاقة من منطلق تعريف دورة تحول النقدية والذي أشرنا إليه من قبل وهو الفترة الفاصلة بين المدفوعات النقدية والمتحصلات النقدية، أي الفترة التي تلجأ فيها الشركة للتمويل الخارجي لسداد ما عليها من نفقات قصيرة الأجل، وكلما كانت هذه الفترة طويلة فإن ذلك يصاحبه ارتفاع في تكاليف التمويل الخارجي، ولذلك يجب أن تسعى الإدارة بكل الطرق من

أجل العمل على تخفيض هذه الفترة، وهو الأمر الذي يمكن تحقيقه كما أوضحنا من قبل بثلاث طرق مختلفة. (عبد الحافظ، ٢٠٠٠)

تتمثل الطريقة الأولى في تخفيض فترة التحصيل، وبالنظر لنتائج الدراسات السابقة بالنسبة لهذه النقطة، نجد بعض الدراسات أوضحت نتائجها أن فترات التحصيل الأطول تؤثر إيجابياً على الربحية، لزيادة المبيعات الآجلة المرتبطة بإقبال العملاء الذين يرغبون في الاستفادة من انخفاض تكلفة الائتمان التجاري مقارنة بتكلفة التمويل الذي تقدمه المؤسسات المالية، هذا بالإضافة إلى أن البيع الآجل يتيح للعملاء الفرصة لتجربة المنتج قبل سداد ثمنه. و تشكل هذه العوامل قيمة مضافة بالنسبة للعملاء تسهل عليهم عملية الاختيار بين المنتجات المنافسة وتوطيد علاقتهم بالشركة. Tryfonidis & Lazaridis (2006)

ولكن على الجانب الآخر، أكدت الغالبية العظمى من الدراسات أن العلاقة بين فترة التحصيل والربحية سلبية، وارتكزت في تفسيرها لهذه العلاقة على أن إطالة فترة الائتمان تجذب العملاء الأقل جودة ائتمانية، وهو ما قد يترتب عليه زيادة احتمال عدم قدرة البعض على السداد وتصبح مديونياتهم في حكم الديون المعدومة وبالتالي تتأثر الربحية بشكل سلبي، هذا بالإضافة إلى أن انخفاض معدل دوران الذمم وطول فترة التحصيل ربما يجعل الأموال حبيسة في بند المدينين دون استثمار، وبالتالي ترتفع تكلفة الفرض البديلة وتتحفض الربحية (Deloof (2003); Raheman & Nase (2007).

وفيما يخص الطريقة الثانية لتخفيض دورة التحول النقدي فهي تتعلق بفترة المخزون، أن الإدارة الكفاء للمخزون تسعى إلى الاحتفاظ بالقدر الملائم من المخزون الذي يلبي طلبات العملاء دون مبالغة في الحجم يترتب عليها تكبد الشركة لتكاليف إضافية غير ضرورية، أو تقصير في الكميات الواجب الاحتفاظ بها حتى لا تفقد الشركة جزء من عملائها وبالتالي تتخفض حجم إيراداتها. وفيما يتعلق بنتائج الدراسات السابقة التي اختبرت العلاقة بين متوسط فترة المخزون والربحية، فقد تباينت نتائجها أيضاً، حيث أوضحت بعض الدراسات أن العلاقة إيجابية بين متوسط فترة المخزون والربحية، فكما هو معلوم أن إدارة المخزون تعد أحد العوامل الرئيسية التي تعتمد عليها الشركة في زيادة قدرتها التنافسية في ظل بيئة أهم سماتها عدم التأكد، وما يصاحبه من تقلبات في الطلب وتعد سلاسل الإمداد وعدم موثوقيتها، الأمر الذي يدفع الشركة للاحتفاظ بكميات أكبر من المخزون ليس هذا فقط، وإنما تسعى الشركة أيضاً للاحتفاظ بكميات أكبر من المخزون بغرض الحماية من التقلبات السعرية،

والاستفادة من بعض العروض المقدمة من الموردين مثل خصم الكممية وخصم تعجيل الدفع، وهو ما يترتب عليه تحقيق بعض الوفورات التي تساهم في تحسين مستوى الربحية. (شعبان، ٢٠٢١)

على العكس من ذلك، توصلت نتائج بعض الدراسات الأخرى إلى أن العلاقة سلبية بين فترة الاحتفاظ بالمخزون والربحية، وتستند هذه النتائج إلى أن الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من المخزون يترتب عليه ارتفاع مستوى التكاليف المرتبطة بالتعرض للتلف والفقْد والتقاوم وتكلفة الفرصة البديلة وغيرها من التكاليف التي تؤثر بشكل سلبي على الربحية. وبالتالي فإن العمل على زيادة معدل دوران المخزون وتقليل فترة الاحتفاظ به يؤدي إلى زيادة مستوى الربحية. (Deloof (2003), Tryfonidis & Lazaridis (2006), Grill, et al., (2010)

أما بالنسبة للطريقة الثالثة لتخفيض دورة تحول النقدية فهي تتمثل في إطالة فترة السداد، وذلك رغبة في الاحتفاظ بالنقدية لأطول فترة ممكنة بغرض استثمارها بدلاً من اللجوء إلى المؤسسات التمويلية للاقتراض منها، وغالباً ما تتبع الشركات الصغيرة هذه الطريقة لصعوبة الوفاء باحتياجاتها التمويلية من المؤسسات التمويلية بسبب صغر حجم الضمانات التي تقدمها.

وبالرجوع لنتائج الدراسات السابقة التي تتعلق بهذه الطريقة، نجد البعض توصل إلى أن العلاقة سلبية بين فترة السداد والربحية، ويمكن إرجاع هذه النتيجة إلى أن الشركات عندما تؤجل سداد ما عليها من مدفوعات فإنها تضيع على نفسها فرص الاستفادة من بعض الفرص مثل الخصم النقدي وبالتالي فإنها تدفع سعر أعلى. هذا بالإضافة إلى أن (Deloof (2003 أوضح أن الشركات الأقل ربحية تميل قدر استطاعتها إلى تأخير سداد ما عليها من التزامات للموردين. على الرغم مما قد يسببه التأخر في السداد في تدهور العلاقة بين الشركة ومورديها، الأمر الذي قد يدفع الموردين لرفع مستوى أسعارهم كنوع من التعويض عن التأخير في تحصيل مديونياتهم.

انطلاقاً مما سبق، ووفقاً لما تم عرضه سواء من الناحية النظرية أو من الناحية التطبيقية عن علاقة إدارة رأس المال العامل والتي تم قياسها بدورة تحول النقدية بمكوناتها الثلاثة مع الربحية أو الأداء المالي، وعلى ضوء النتائج التي أوضحتها الدراسات السابقة وما أظهرته من تعارض فيما بينها، وتمشياً مع حالة عدم التأكد التي يكون عليها الباحث في بداية البحث، يمكن صياغة الفرض الرئيسي للدراسة في الصورة العدمية كما يلي:

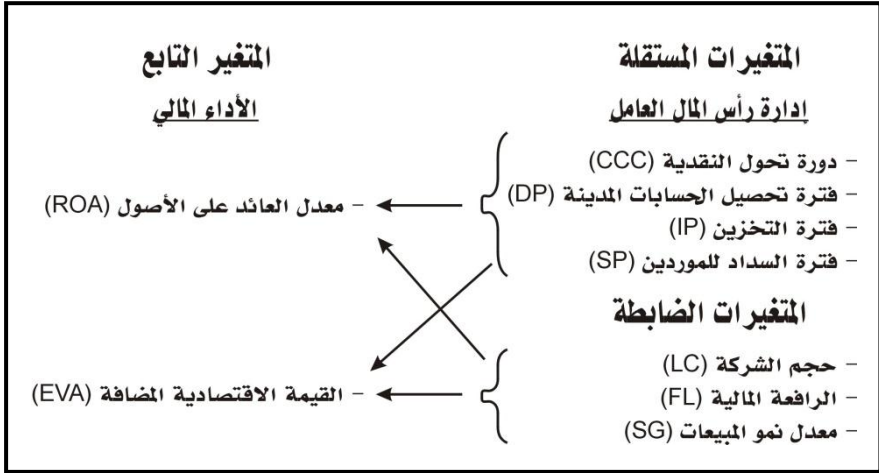
لا يوجد تأثير معنوي لإدارة رأس المال العامل على الأداء المالي للشركة.

حيث ان:

المتغير المستقل يتمثل في إدارة رأس المال العامل.

والمتغير التابع يتمثل في الأداء المالي .

وسوف يتم اختبار هذا الفرض في وجود مجموعة من المتغيرات الرقابية التي تتمثل في حجم الشركة، الرافعة المالية، معدل نمو المبيعات. وبناء عليه فان هذه المتغيرات تنضم أيضاً إلى المتغيرات المستقلة. ويعبر الشكل التالي عن النموذج الوصفي للدراسة.



شكل رقم (٢)

متغيرات الدراسة

يمكننا أن نشق من هذا الفرض الرئيسي الفرضين الفرعيين التاليين:

- الفرض الأول:

لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير دورة التحول النقدي بمكوناتها الثلاثة على الأداء المالي مقاساً بمعدل العائد على أصول الشركة، وذلك في وجود المتغيرات الرقابية.

- الفرض الثاني:

لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير دورة التحول النقدي بمكوناتها الثلاثة على الأداء المالي للشركة مقاساً بالقيمة الاقتصادية المضافة وذلك في وجود المتغيرات الرقابية.

- منهجية البحث:

اعتمدت الباحثة في استكمال الجانب النظري على ما هو متاح من مصادر سواء عربية أو أجنبية متمثلة في الكتب والأبحاث التي تم الحصول عليها من المكتبات وقواعد البيانات

الإلكترونية. وتم الاستعانة بالقوائم المالية الأساسية متمثلة في الميزانية العمومية وقائمة الدخل للشركات المتضمنة في العينة وذلك من أجل استكمال الجانب التطبيقي.

- عينة البحث:

أشرنا فيما سبق أن الهدف الرئيسي للبحث يتمثل في اختبار الى اى مدى تؤثر الإدارة الكفاء لرأس المال العامل على الأداء المالي. ولتحقيق هذا الهدف قامت الباحثة باختبار عينة من الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري والذي شهد تطوراً ملحوظاً ضمن أسواق منطقة المينا (الشرق الأول وشمال إفريقيا)، وقد بلغت قيمة رأس المال السوقي له ما يقرب من ٧٥٠ مليار جنيه حتى نهاية فترة العينة، ولقد بلغ عدد الشركات المقيدة به ٢١١ شركة في بداية ٢٠١٤ وصلت إلى ٢٢٠ شركة بنهاية ٢٠١٨ يتداول منها ٢١٨ شركة.

ولقد استبعدت الباحثة من شركات العينة القطاع المالي والذي يضم ١٣ بنك، ٣٠ شركة تعمل في مجال الخدمات المالية نظراً للطبيعة الخاصة للقوائم المالية لهذا القطاع والتشريعات التي تحكمه، كما تم استبعاد أيضاً عدد من الشركات التي لم تتوفر بيانات عنها وجمعت الباحثة البيانات من ١٤٣ شركة فقط. ووفقاً لذلك فإن حجم العينة يتكون من ٧١٥ مفردة أي ٥ سنوات مضروبة في ١٤٣ شركة، ومن ثم فإن العينة تمثل أكثر من ٨٠% من حجم المجتمع الذي يبلغ ١٦٨ شركة لا تنتمي للقطاع المالي.

وفقاً لما سبق، يمكن القول أن اختبار العينة تم وفقاً للمعايير الآتية:

١- أن تكون الشركة مدرجة بسوق الأوراق المالية المصري.

٢- أن تتوفر عنها بيانات خلال فترة الدراسة.

٣- لا تنتمي للقطاع المالي.

- الأساليب الإحصائية:

قامت الباحثة بتوظيف نموذج الانحدار الذي يعتمد على نموذج البيانات الطولية أو اللوحية Panel Data والتي تجمع كما أشرنا سالفاً بين البيانات المقطعية والبيانات المرتبطة بالسلاسل الزمنية، التي تأخذ في اعتبارها تأثير التغير الزمني والمشاهدات المقطعية، و ما يميز هذا النوع من البيانات اللوحية هو التحكم في عدم تجانس التباين الذي ربما يظهر في حالة البيانات المقطعية وبيانات السلاسل الزمنية ، كما أنه يوفر محتوى معلوماتي. ووفقاً للدراسات السابقة

استخدمت الباحثة معادلة الانحدار المتعدد، وذلك لقياس تأثير إدارة رأس المال العامل علي كلاً من معدل العائد علي الأصول والقيمة الاقتصادية المضافة، وفيما يلي معادلة بناء نموذج القياس:

$$y_{it} = a + \beta_1 x_{1it} + \beta_2 x_{2it} + \beta_3 x_{3it} + \varepsilon \dots\dots\dots(1)$$

بناء علي المعادلة رقم (1) نستنتج منها المعادلات الاتية:

Model 1: $ROA_{it} = a + \beta_1 CCC_{it} + \beta_2 FL_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 LS_{it} + \beta_5 DP_{it} + \beta_6 SP_{it} + \beta_7 IP_{it} + \varepsilon \dots(2)$

Model 2: $EVA_{it} = a + \beta_1 CCC_{it} + \beta_2 FL_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 LS_{it} + \beta_5 DP_{it} + \beta_6 SP_{it} + \beta_7 IP_{it} + \varepsilon \dots(3)$

حيث:

ROA	معدل العائد علي أصول الشركة
EVA	القيمة الاقتصادية المضافة
FL	الرافعة المالية
Sg	نمو المبيعات
Ls	حجم الشركة
DP	متوسط فترة التحصيل
SP	متوسط فترة السداد
IP	متوسط فترة التخزين
CCC	دورة التحول النقدي
$\beta_1 \dots \beta_2 \dots$	معلمات متغيرات النموذج
a	الحد الثابت

ولقياس نماذج الدراسة المقترحة تم استخدام العديد من الاختبارات الإحصائية، مثل اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات، وذلك للكشف عن مدى تماثلية البيانات ومعالجة القيم المتطرفة، واختبار معامل تضخم التباين لتقييم كل نموذج علي حدا، كذلك اختبارات الارتباط والانحدار المتعدد.

أولاً: اختبارات فحص متغيرات النموذج

(١) اختبار التوزيع الطبيعي

يوضح اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات مدى تماثليتها في التوزيع لذلك نستخدم مقياسين هما التفرطح والالتواء واختبار مربع كاي، وتوضح النتائج الواردة بالجدول رقم (١) حيث تتراوح قيم معامل التفرطح لمتغيرات البحث بين (٠.٠٢٣ - ٠.٦٩٩)، كذلك تتراوح قيم معامل الالتواء بين (٠.٠١١ - ٠.٧٣٧) وتدل تلك القيم ان البيانات متماثلة في التوزيع، كما تدل أيضاً نتائج إختبار مربع كاي والتي تتراوح بين (٢.٥٣٠ - ٥.٩٦٠) وهي اقل من ٦ عندي مستوي معنوية اكبر من ٥٪، حيث ينص فرض العدم للاختبار ان البيانات تكون متماثلة عندما تكون قيم المعنوية اكبر من ٥٪، ووفقاً للنتائج فهي تتراوح بين (٠.٠٥١ - ٢٨٢.٠) وهو ما يؤكد ان هذه المتغيرات تتبع توزيعاً طبيعياً.

جدول رقم (١) اختبارات التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة

المتغير	عدد المشاهدات	التفرطح	الالتواء	مربع كاي	المعنوية
FL	٧١٥	٠.٢٩٣	٠.٠٨٢	٤.١٢٠	٠.١٢٧
Sg	٧١٥	٠.٣٢٣	٠.٢١٣	٢.٥٣٠	٠.٢٨٢
Ls	٧١٥	٠.٠٢٣	٠.٦٦٠	٥.٣٨٠	٠.٠٦٨
DP	٧١٥	٠.٦٩٩	٠.٠٦١	٣.٦٦٠	٠.١٦٠
SP	٧١٥	٠.١٨٧	٠.٠٦٢	٥.٢١٠	٠.٠٧٤
IP	٧١٥	٠.٦٧٩	٠.٠١١	٥.٥٧٠	٠.٠٦٧
CCC	٧١٥	٠.٠١٧	٠.٧٣٧	٥.٧٥٠	٠.٠٥٦
ROA	٧١٥	٠.٠٥٨	٠.٦٣٩	٣.٨١٠	٠.١٤٨
EVA	٧١٥	٠.٠٤٦	٠.١٥٧	٥.٩٦٠	٠.٠٥١

المصدر: من مخرجات برنامج Stata الإصدار ١٤.

٢) اختبار معامل الارتباط

جدول رقم (٢) معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة

ROA	EVA	Variables
0.069**	0.219**	FL
0.135**	-0.105**	Sg
0.287**	0.222**	Ls
-0.395**	-0.327**	DP
-0.242**	-0.402**	SP
-0.579**	-0.352**	IP
-0.319**	-0.212**	CCC
*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$		

المصدر: من مخرجات برنامج Stata الإصدار ١٤.

توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع EVA والمتغيرات المستقلة (دورة تحول النقدية CCC - ومتوسط فترة تحصيل DP - ومتوسط فترة السداد SP - ومتوسط فترة التخزين IP) والمتغير الضابط (ونمو المبيعات SG) عند مستوي معنوية اقل من (٠.٠٥)، كما تتراوح قيم معامل الارتباط بين (-٠.١٠٥ / -٠.٤٠٢) وهي علاقة متوسطة، كما توجد علاقة إيجابية بين EVA والمتغير الرافعة المالية FL بقيمة (٠.٢١٩)، و المتغير حجم الشركة LS بقيمة (٠.٢٢٢) عند مستوي دلالة اقل من ٥٪.

هناك أيضاً علاقة سلبية بين المتغير التابع اي معدل العائد على اصول الشركة ROA، وكل من متغير دورة تحول النقدية CCC ، ومتوسط فترة التحصيل DP ، ومتوسط فترة السداد SP ومتوسط فترة التخزين IP بقيم ارتباط تتراوح بين (-٠.٢٤٢) و (-٠.٣٩٥) وهي علاقة متوسطة ذات دلالة معنوية، كما توجد علاقة طردية بين ROA والمتغيرات الضابطة وهي أيضاً معنوية عني مستوي دلالة اقل من (٠.٠٥).

ثانياً: اختبار نموذج الدراسة الأول

لقياس تأثير إدارة رأس المال العامل علي معدل العائد علي الأصول، تم بناء نموذج الانحدار في المعادلة رقم (٢)، وفيما يلي الاختبارات الخاصة بتحديد هذا التأثير.

(١) اختبارات فحص النموذج الأول

- اختبار معامل تضخم التباين VIF

يتعلق اختبار Vif بفحص مدى وجود علاقة خطية من عدمه في النموذج المقترح وبالتالي فهو يوضح مدى قوة العلاقة الخطية، وفيما يلي نتائج الاختبار.

جدول رقم (٣) اختبار VIF للنموذج الأول

المتغير	VIF	Tolerance
CCC	٢.١٢٩	٠.٤٧٠
IP	١.٧٥٠	٠.٥٧١
DP	١.٤٠٨	٠.٧١٠
Ls	١.٢٩١	٠.٧٧٤
SP	١.٠٥٣	٠.٩٥٠
Sg	١.٠٢٨	٠.٩٧٢
FL	١.٠٢٠	٠.٩٨٠

المصدر: من مخرجات برنامج Stata الإصدار ١٤.

إذا كانت قيم معامل التضخم أكبر من ٥ فإن نموذج الدراسة يعاني من مشكلة التداخل الخطي وتضخم معامل التباين، ومن نتائج الجدول السابق يتضح ان قيم معامل تضخم التباين تتراوح قيمته بين (١.٠٢٠ - ٢.١٢٩) وتلك القيم اقل من ٥، مما يدل علي خلو نموذج الدراسة من مشكلة تضخم التباين، كذلك نجد ان قيم $Tolerance > 0.25$ وبالتالي فهي تدل علي جودة نموذج الدراسة المقترح.

- اختبار التوزيع الطبيعي

للتحقق من صلاحية النموذج نستخدم اختبار Doornik-Hansen وذلك لاختبار التوزيع الطبيعي لبواقي نموذج الانحدار، وتنص الفرضية العدمية للاختبار ان البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي اذا كانت مستوي المعنوية لمربع كاي اقل من ٠.٠٥

جدول رقم (٤) نتائج اختبار Doornik-Hansen

```
. mvtest normality resid2
Test for multivariate normality

Doornik-Hansen          chi2(2) =    1.828    Prob>chi2 =  0.4010
```

المصدر: من مخرجات برنامج Stata الإصدار ١٤.

يتبين من الجدول رقم (٤) ان قيمة مربع كاي لاختبار Doornik Hansen = 1.828، بمستوي معنوية ٠.٤٠١٠ وهي اكبر من ٠.٠٥ مما يدل علي ان البواقي تتبع التوزيع الطبيعي وان النموذج جيد.

- اختبار عدم تجانس التباين heteroskedasticity

ولاجراء اختبار عدم تجانس التباين قمنا باستخدام اختبار Breusch-Pagan، وبالتالي فحص البواقي والتأكد من عدم ارتباطها بالمتغيرات المفسرة للنموذج، وتنص الفرضية العدمية للاختبار ان هناك تجانس لتباين البواقي اذا كانت قيمة مربع كاي اقل من ٠.٠٥

جدول رقم (٥) نتائج اختبار عدم تجانس التباين heteroskedasticity

```
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
Ho: Constant variance
Variables: fitted values of ROA

chi2(1)    =    4.48
Prob > chi2 =  0.1193
```

المصدر: من مخرجات برنامج Stata الإصدار ١٤.

بلغت قيمة مربع كاي ٤.٤٨، بمستوي معنوية ٠.١١٩٣ وهي اكبر من ٠.٠٥ وبالتالي رفض الفرض العدمي وقبول الفرض البديل بان البواقي لا ترتبط بالمتغيرات المفسرة للنموذج، وهو مؤشر آخر علي جودة النموذج المقدر.

- اختبار Hausmann

يهدف اختبار Hausmann الي المقاضلة بين نموذجي التأثيرات الثابتة أو التأثيرات العشوائية ولتحديد ايهما الأفضل نعتمد علي قيمة الاحتمالية لمربع كاي فإذا كانت اقل من ٠.٠٥

فإن نموذج التأثيرات الثابتة يعد هو الأفضل بالنسبة للتقدير، وإذا كانت القيمة اكبر ٠.٠٥ فإن الأفضل تكون لنموذج التأثيرات العشوائية، وفيما يلي توضيح لنتائج الاختبار.

جدول رقم (٦) نتائج اختبار Hausmann

	Coefficients			
	(b) fe	(B) re	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
CCC	-.2724647	-.2362791	-.0361855	.2922592
FL	-3.674971	-1.980398	-1.694574	1.030959
Sg	1.092696	1.046542	.0461538	.1042008
Ls	.6506173	1.146649	-.4960321	.3388262
DP	.14393	-.29471	.43864	.3146651
SP	-.5057139	-1.30932	.8036059	.2651208
IP	-.6828407	-.2763736	-.4064671	.3522401

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= 17.16
Prob>chi2 = 0.0164

المصدر: من مخرجات برنامج Stata الإصدار ١٤.

يتضح من النتائج السابقة ان قيمة الاحتمالية لمربع كاي بلغت ٠.٠١٦٤ وهي اقل من ٠.٠٥ وبناء علي ذلك فان نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل.

- تقدير نموذج التأثيرات الثابتة

تقدير نموذج الانحدار ذو التأثيرات الثابتة وذلك بطريقة السلاسل الزمنية المقطعية لتحديد تأثير إدارة رأس المال العامل علي معدل العائد علي أصول الشركة، وفيما يلي نتائج التقدير.

جدول رقم (٧) نتائج تقدير النموذج

ROA	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
CCC	-.272	.539	-2.51	.004	-1.332	2.787	**
IP	-.683	.603	-3.13	.008	-1.866	2.501	**
SP	-.506	.468	-1.98	.000	-1.425	1.414	**
DP	-.144	.545	3.26	.000	-1.927	1.215	**
Ls	.651	.452	2.44	.005	-1.236	1.538	**
Sg	1.093	.374	2.92	.004	1.358	1.827	**
FL	-3.675	2.222	-3.65	.009	-8.039	.689	**
Constant	4.885	2.169	2.25	.025	.625	9.146	**
Mean dependent var		3.613	SD dependent var			4.607	
R-squared		0.635	Number of obs			715	
F-test		2.948	Prob > F			0.000	
Akaike crit. (AIC)		3433.906	Bayesian crit. (BIC)			3470.484	

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

المصدر: من مخرجات برنامج Stata الإصدار ١٤.

يبين الجدول رقم (٧) ان قيمة اختبار $F=2.948$ عند مستوي دلالة (٠.٠٠٠) وهي اقل من (٠.٠٠٥)، مما يدل علي ان النموذج المقدر يتمتع بالملائمة الإحصائية ويمكن استخدامه في التنبؤ، كما بلغت قيمة $R^2=0.635$ أي ان كل متغير من متغيرات إدارة رأس المال العامل والمتمثلة في دورة تحول النقدية CCC ، ومتوسط فترة التحصيل DP ، ومتوسط فترة السداد SP ، ومتوسط فترة التخزين IP والمتغيرات الرقابية التي تضم الرافعة المالية FL ، ونمو المبيعات SG ، وحجم الشركة LS يفسران ٦٣.٥٪ من التغيرات في العائد علي الأصول (ROA) والنسبة المتبقية ترجع الي عوامل أخرى.

وبالنظر الي معلمات متغيرات إدارة رأس المال العامل نجد ان هناك علاقة سلبية دالة إحصائياً عند مستوي دلالة اقل من (٠.٠٠٥)، حيث تؤثر دورة التحول النقدي بقيمة (-٠.٢٧٢) في العائد علي الأصول، كذلك تؤثر متوسط فترة التحصيل بقيمة (-٠.١٤٤)، ومتوسط فترة السداد تؤثر بقيمة (-٠.٥٠٦)، ومتوسط فترة التخزين تؤثر بقيمة (-٠.٦٨٣)، ويدل ذلك علي ان زيادة رأس المال العامل تؤدي الي إنخفاض العائد علي اصول الشركات. اما المتغيرات الضابطة (حجم الشركة LS - نمو مبيعات الشركة SG) تربطها علاقة طردية مع العائد علي أصول الشركة ROA، بقيم (٠.٦٥١ و ١.٠٠٩) عند مستوي دلالة اقل من ٥٪، اما متغير الرافعة المالية فتبين انه يؤثر سلباً علي العائد علي أصول الشركة بقيمة (-٣.٦). ويمكن استنتاج معادلة الانحدار للنموذج الأول كما يلي.

$$ROA_{it} = 4.885 - 0.272 CCC_{it} - 0.683 Ip_{it} - 0.506 SP_{it} - 0.144 DP_{it} + 0.651 LS_{it} + 1.093 SG_{it} - 3.675 FL_{it} + \varepsilon$$

ثالثاً: اختبار نموذج الدراسة الثاني

لقياس تأثير إدارة رأس المال العامل علي القيمة الاقتصادية المضافة، تم بناء نموذج الانحدار والممثل في المعادلة رقم (٣)، وفيما يلي اهم اختبارات القياس.

٢) اختبارات فحص النموذج الثاني

- اختبار معامل تضخم التباين VIF

جدول رقم (٨) اختبار VIF للنموذج الثاني

Tolerance	VIF	المتغير
٠.٤٧٠	٢.١٢٩	CCC
٠.٥٧١	١.٧٥٠	IP
٠.٧١٠	١.٤٠٨	DP
٠.٧٧٤	١.٢٩١	Ls
٠.٩٥٠	١.٠٥٣	SP
٠.٩٧٢	١.٠٢٨	Sg
٠.٩٨٠	١.٠٢٠	FL

المصدر: من مخرجات برنامج Stata الإصدار ١٤.

توضح نتائج الجدول السابق ان قيم معامل تضخم التباين تتراوح بين (١.٠٢٠ - ٢.١٢٩) وهي اقل من ٥، مما يدل علي خلو نموذج الدراسة من مشكلة تضخم التباين، كذلك نجد ان قيم $Tolerance > 0.25$ وبالتالي فهي تؤكد علي جودة نموذج الدراسة المقترح.

- اختبار التوزيع الطبيعي

جدول رقم (٩) نتائج اختبار Doornik-Hansen

Test for multivariate normality
Doornik-Hansen

chi2(2) = 5.903 Prob>chi2 = 0.0517

المصدر: من مخرجات برنامج Stata الإصدار ١٤.

وفقا للجدول رقم (٧) بلغت قيمة مربع كاي لاختبار Doornik Hansen = 5.903، بمستوي معنوية (٠.٠٥١٧) اي انها اكبر من (٠.٠٥) مما يدل علي ان الدواقي تتبع توزيعاً طبيعياً، وهذا مؤشر علي جودة النموذج.

- اختبار عدم تجانس التباين heteroskedasticity

جدول رقم (١٠) نتائج اختبار عدم تجانس التباين heteroskedasticity

```
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
Ho: Constant variance
Variables: fitted values of EVA

chi2(1)      =      0.04
Prob > chi2  =      0.8363
```

المصدر: من مخرجات برنامج Stata الإصدار ١٤.

بلغت قيمة مربع كاي (٠.٠٠٤)، بمستوي دلالة (٠.٨٣٦٣) وهي اكبر من (٠.٠٠٥)، وبالتالي نرفض الفرض العدمي ونقبل الفرض البديل بان البواقي لا ترتبط بالمتغيرات المفسرة للنموذج ولا توجد مشكلة في تجانس البيانات، وهو مؤشر آخر علي جودة النموذج المقدر.

- اختبار Hausmann

جدول رقم (١١) نتائج اختبار Hausmann

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
CCC	10.36309	8.031972	2.331113	4.155636
IP	2.021508	-4.143542	6.16505	5.020592
SP	13.89208	10.34765	3.544431	3.744006
DP	4.975663	6.518499	-1.542836	4.457256
Ls	20.43227	11.50371	8.928559	4.936829
Sg	1.523168	2.011818	-.4886502	1.572333
FL	3.048887	9.64874	-6.599852	14.45069

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= 7.12
Prob>chi2 = 0.4169

المصدر: من مخرجات برنامج Stata الإصدار ١٤.

يتضح من النتائج السابقة ان قيمة مربع كاي بلغت (٧.١٢)، وان قيمة الدلالة لمربع كاي هي (٠.٤١٦٩) وهي اكبر من (٠.٠٠٥)، وبناء علي ذلك فان الأفضل هو نموذج التأثيرات العشوائية.

- تقدير نموذج التأثيرات العشوائية:

تقدير نموذج الانحدار ذو التأثيرات العشوائية وذلك بطريقة السلاسل الزمنية المقطعية ، لتحديد مدى تأثير إدارة رأس المال العامل علي القيمة الاقتصادية المضافة، وفيما يلي نتائج التقدير.

جدول رقم (١٢) نتائج تقدير النموذج

EVA	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
CCC	-.032	7.303	-3.10	.001	-6.282	22.346	**
IP	-.144	7.933	-5.52	.001	-19.692	11.405	**
SP	-.348	6.259	-2.65	.008	-1.921	22.616	**
DP	-.518	7.236	-4.90	.008	-7.664	20.701	**
Ls	.504	5.012	2.30	.022	1.681	21.327	**
Sg	.012	5.611	5.36	.020	-8.986	13.01	**
FL	.649	31.454	5.31	.009	-51.999	71.297	**
Constant	.753	27.871	3.08	.002	-40.379	-31.127	**
Mean dependent var		6.447	SD dependent var		2.755		
Overall r-squared		0.675	Number of obs		715		
Chi-square		5.456	Prob > chi2		0.002		
R-squared within		0.683	R-squared between		0.670		
*** p<.01, ** p<.05, * p<.1							

المصدر: مخرجات برنامج Stata الإصدار ١٤.

يظهر الجدول رقم (١٢) قيمة اختبار $\chi^2=5.456$ عند مستوي دلالة (٠.٠٠٢) وهي أقل من (٠.٠٠٥). مما يدل علي ان النموذج المقدر يتمتع بالملاتمة الإحصائية ويمكن استخدامه في التنبؤ، كما بلغت قيمة $R^2=0.675$ أي ان كلا من متغيرات إدارة رأس المال العامل والمتمثلة في (CCC - DP - SP - IP) والمتغيرات الضابطة (FL - SG - LS) يفسران ٦٧.٥٪ من التغيرات في القيمة الاقتصادية المضافة، اما النسبة المتبقية فهي ترجع الي عوامل أخرى. وبالنظر الي معاملات متغيرات إدارة رأس المال العامل نجد ان هناك علاقة سلبية دالة إحصائياً عند مستوي دلالة أقل من (٠.٠٠٥)، حيث تؤثر دورة التحول النقدي بقيمة (-٠.٣٢٠) في القيمة الاقتصادية المضافة، كذلك تؤثر متوسط فترة التحصيل بقيمة (-٠.٥١٨)، ومتوسط فترة السداد تؤثر بقيمة (٠.٣٤٨)، ومتوسط فترة التخزين تؤثر بقيمة (-٠.١٤٤)، ويدل ذلك علي ان انخفاض رأس المال العامل يؤدي الي ارتفاع القيمة الاقتصادية المضافة للشركة. اما المتغيرات الرقابية (الحجم LS - نمو المبيعات للشركة SG - والرافعة المالية للشركة FL) تربطهم علاقة طردية بالقيمة الاقتصادية المضافة وذلك بقيم (٠.٥٠٤ و ٠.٠١٢ و ٠.٦٤٩) علي الترتيب. مما سبق يمكن استنتاج معادلة الانحدار للنموذج كما يلي:

$$EVA_{it} = 0.753 - 0.032 CCC_{it} - 0.144 Ip_{it} - 0.348 SP_{it} - 0.518 DP_{it} + 0.504 LS_{it} + 0.012 SG_{it} + 0.649 FL_{it} + \varepsilon$$

رابعاً: ملخص نتائج القياس

جدول رقم (١٣) ملخص نتائج التقدير

نموذج EVA		نموذج ROA		المتغيرات
الدلالة	المعلمات	الدلالة	المعلمات	
٠.٠٠٤	٠.٢٧٢-	٠.٠٠١	٠.٠٣٢-	CCC
٠.٠٠٨	٠.٦٨٣-	٠.٠٠١	٠.١٤٤-	IP
٠.٠٠٠	٠.٥٠٦-	٠.٠٠٨	٠.٣٤٨-	SP
٠.٠٠٠	٠.١٤٤-	٠.٠٠٨	٠.٥١٨-	DP
٠.٠٠٥	٠.٦٥١	٠.٠٢٢	٠.٥٠٤	Ls
٠.٠٠٤	١.٠٩٣	٠.٠٢٠	٠.٠١٢	Sg
٠.٠٠٩	٣.٦٧٥-	٠.٠٠٩	٠.٦٤٩	FL
٠.٠٢٥	٤.٨٨٥	٠.٠٠٢	٠.٧٥٣	Constant
٠.٦٧٥	R-squared	٠.٦٣٥	R-squared	
٠.٠٠٢	Prob > chi2	٠.٠٠٠	Prob > F	

- نتائج وتوصيات الدراسة:

يشكل رأس المال العامل مكون هام من مكونات أصول الشركة رغم اختلاف مستواه من صناعة إلى أخرى، إلا أنه يستحوذ على نسبة لا تقل عن ٥٠% من إجمالي أصول أي شركة خاصة تلك التي تنتمي للقطاع الصناعي، فالشركات يمكنها تخفيض حجم استثماراتها في الأصول الثابتة وذلك بالجوء إلى سياسة الاستئجار، إلا أنها لا تستطيع أن تطبق هذه السياسة بالنسبة لمكونات رأس المال العامل. ومن هنا يظهر أهمية الدور الملحق على عاتق المدير المالي وذلك فيما يتعلق بقدرته على تحقيق التوازن بين هدفي الربحية والسيولة كهدفين متلازمين من الأهداف الرئيسية للإدارة المالية، لما لهما من تأثير على قدرة الشركة على الاستمرار في ميدان الأعمال وتحقيق النمو وتعزيز قيمتها، وهو الأمر الذي يصب في النهاية في تحقيق صالح الملاك وكافة الأطراف ذو الصلة بالشركة.

ولذلك فإن المدير المالي يجب أن يخصص وقتاً أكبر واهتمام كافي للحفاظ على مستوى أمثل لكل مكون من مكونات رأس المال العامل، بما يحقق سيولة أفضل للشركة وفي ذات الوقت لا يؤثر عكسياً على ربحيتها. أمجد (٢٠٢٠)، القيس (٢٠١٤).

ولقد استعانت معظم الدراسات التي تطرقت إلى اختبارمدى تأثر الأداء المالي بإدارة رأس المال العامل بمقاييس المحاسبة التقليدية والتي تعاني كما هو معلوم من بعض النقائص مثل تأثرها بالطرق المحاسبية المختلفة، ولهذا استعانت بعض الدراسات الأخرى ببعض المقاييس الحديثة للأداء لتغلب على هذه النقائص.

وتسعى الدراسة الحالية إلى اختبار تأثير إدارة رأس المال العامل على احدى أهم مقاييس الأداء الحديثة ممثلاً بالقيمة الاقتصادية المضافة، وهو ما يمثل المساهمة الرئيسية لهذه الدراسة، هذا إلى جانب إجراء الاختبار أيضاً على واحد من أهم وأوسع المقاييس المحاسبية التقليدية انتشاراً وهو معدل العائد على الأصول (ROA).

ويقضي الفرض الأول للدراسة بعدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير دوره التحول النقدي بمكوناته الثلاثة على الأداء المالي مقاساً بمعدل العائد على أصول الشركة وذلك في وجود بعض المتغيرات الرقابية. ولقد تم رفض هذا الفرض، حيث أظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة سلبية دالة إحصائياً عند مستوى دلالة أقل من ٥% حيث تؤثر دورة تحول النقدية على معدل العائد على الأصول. مما يشير إلى أنه كلما قصرت دورة تحول النقدية يزداد معدل العائد على الأصول أي يتحسن الأداء المالي للشركة.

أما بالنسبة للفرض الثاني للدراسة فهو ينص على عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير دورة تحول النقدية على الأداء المالي مقاساً بالقيمة الاقتصادية المضافة. وقد تم رفضه أيضاً، فقد بينت النتائج أن هناك علاقة سلبية دالة إحصائياً عند مستوى دلالة أقل من ٥%، حيث تؤثر دورة تحول النقدية على القيمة الاقتصادية المضافة، وهو ما يتفق مع نتائج اختبار الفرض الأول أيضاً، وبالتالي فهو يؤكد بدرجة أكبر على ما تم الوصول إليه من نتائج.

وبناء عليه يمكن القول أنه كلما توافرت الكفاءة في إدارة رأس المال العامل كلما كان لذلك انعكاس إيجابي على الأداء المالي للشركة وتحسنت قيم معدل العائد على أصول الشركة وقيمتها الاقتصادية المضافة. وهو الأمر الذي يتحقق من خلال تخفيض دورة تحول النقدية أي فترة التمويل الخارجي، فكلما انخفضت هذه الفترة كلما انخفضت تكاليف هذا التمويل. وتظهر هنا جلياً أهمية الإدارة

الكفاء لرأس المال العامل والتي تستدعي من المدير المالي أن يغير في حجم استثمارات الشركة في رأس المال العامل عندما يترتب على هذه التغيرات تحقق قيمة موجبة لصافي القيمة الحالية. (عبد الحافظ، ٢٠٠٠)

وفقاً لما سبق، وفي ضوء نتائج اختبار فروض الدراسة، يمكن للباحثة أن تقدم بعض التوصيات التي تتلخص في النقاط التالية:

- ١- زيادة وعي وإدراك المسؤولين بالشركات باتباع سياسات فعالة للانتماء التجاري والتي من شأنها العمل على تخفيض فترة التمويل الخارجي وبما لا يؤثر على جودة وقوة العلاقة سواء مع الموردين أو العملاء لما لذلك من تأثير إيجابي على ربحية الشركة.
- ٢- تطبيق نظام فعال للحوافز والمكافآت يعتمد على نتائج التحليل المالي المتعلقة بمؤشرات نسب رأس المال العامل، مع تطبيق نظام للمراجعة والمتابعة المستمرة لمؤشرات ادارة رأس المال العامل بغرض الكشف المبكر عن أي خلل من شأنه إلحاق الضرر بربحية الشركة.
- ٤- إجراء المزيد من الدراسات في موضوع إدارة رأس المال العامل وذلك باستخدام مقاييس مختلفة للربحية كالمتعلقة بمؤشرات السوق مثل عوائد الأسهم وذلك كمتغير تابع، أو تطبيق الدراسة الحالية على الشركات الغير مدرجة بسوق الأوراق المالية، كما يمكن اختبار العلاقة أيضاً بإدراج عنصر المخاطرة كمتغير تابع.

- المراجع العربية:

- أبو الخير، أحمد سمير محمد (٢٠٢٢). تأثير هيكل الملكية والمرونة المالية على القيمة الاقتصادية المضافة: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، رسالة دكتوراه، جامعة طنطا، كلية التجارة.
- أبو عاقولة، وفاء خلف ناصر (٢٠١٦). أثر إدارة رأس المال العامل على الربحية: دراسة ميدانية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، الأردن.
- الجبالي، عصام الدين محمد (٢٠١٩). دور القيمة الاقتصادية المضافة ونسب التدفق النقدي في التنبؤ بالصحة المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية، مجلد التجارة والتمويل، العدد ٣، ١٤٥-١٩٣.
- الزبيدي، حمزة وحسين، سلامة (٢٠١٢). العلاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية: دراسة تحليلية عن الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي للفترة ٢٠٠٤-٢٠٠٧، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد والإدارة، السعودية، المجلد ٢٦، العدد ٢، ٢٣٧-٢٩٦.
- الساعدي، علاء عبد المحسن صالح (٢٠١٢). أثر رأس المال العامل على ربحية الشركات المساهمة العامة الإماراتية. آفاق اقتصادية، الإمارات، المجلد ٣٣، العدد ١٢١، ١١-٣٣.
- القيس، أحمد فارس أحمد (٢٠١٤). تقييم أثر سياسات إدارة رأس المال العامل المغامرة على ربحية الشركة وقيمتها السوقية المضافة، مؤتم للبحوث والدراسات، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد ٢٩، العدد ٥، ١٧٧-٢٠٦.
- أمجد، عبد الرحمن (٢٠٢٠). قياس الأثر التفاعلي لإدارة رأس المال وانعكاسه على الأداء المالي للشركات - وفقاً لمتطلبات معايير التقارير المالية الدولية، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد ٢٤، العدد ٤، ١١-٧٢.
- جزائري، رغد (٢٠١٤). العلاقة بين مقاييس الأداء الداخلية والقيمة السوقية المضافة للشركة، رسالة ماجستير، المعهد العالي لإدارة الأعمال، الجمهورية العربية السورية.
- حجاج، نفيسة وحجاج، صليحة وزرقون، محمد (٢٠١٨). دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم: دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر، الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، الجزائر، المجلد (02)، العدد (03).
- ربابعة، موفق (٢٠١٣). إدارة رأس المال العامل وأثارها على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية السعودية المساهمة العامة خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠١٠، مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد ٧، العدد ١، ١-١٩.
- شعبان، محمد رمضان محمد (٢٠٢١). أثر إدارة رأس المال العامل على ربحية الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري، مجلة التجارة والتمويل، جامعة طنطا، كلية التجارة.
- طويرش، عبد الله عويد مفلح (٢٠١٨). رأس المال العامل وأثره على الربحية: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية الأردنية، المجلة العربية للإدارة، الأردن، المجلد ٣٨، العدد ٢، ٨٩-١٠٦.
- عبد الحافظ، السيد البديوي (٢٠٠٠). الادارة المالية: نظرة تحليلية، كلية التجارة، جامعة طنطا.

- قدومي، نائر والكيلاني، قيس والعمارنة، أسماء (٢٠١١). أيهما أكثر قدرة على تفسير التغيير في القيم السوقية للأسهم القيمة الاقتصادية المضافة أم معايير الأداء التقليدية، جامعة العلوم التطبيقية، عمان، الأردن.
- لبدة، السعيد ومرزوق، غادة (٢٠١٥). مبادئ الادارة المالية، كلية التجارة، جامعة طنطا.
- هندي، منير إبراهيم (١٩٩٦). الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر.
- هندي، منير إبراهيم (٢٠١١). حوكمة الشركات: مدخل في التحليل المالي وتقييم الأداء، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، مصر.

ثانياً: المراجع الأجنبية

- Abouzayed, B., (2012). Working capital management and firms performance in emerging markets: The case of Jordan. International Journal of Management Finance, 8(2).
- Anton, S., & Nucu, A., (2021). The impact of working capital management on firm profitability: empirical evidence from the polish listed firms. Journal of Risk and Financial Management 14(2),
- Arachchi, A., et al., (2017). The Impact of Working Capital management on firm value: Evidence from a frontier market, 9(2), 399-413.
- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect Profitability of Belgian firm? Journal of Business Financial & Accounting, 30(3), 574-587.
- Desai, R., (2021). Working capital management as a determinant of financial performance: Accounting vs market – based approach. Jpurnal of Indian Management, 48-58.
- Frimpong, S., et al., (2019). Effect of working capital management on profitability of listed manufacturing companies in Ghana. International Journal of Finance and Banking Research, 5(2), 29-35.
- Garcia, T & Martines, S (2007). Effect of working capital management on SME profitability, 3(2), 164-177.
- Gull, A., & Arshad, M., (2013). Influence of working capital management and liquidity on financial soundness of firms listed at karachi stock exchange. Journal of Business and Management, 11(2), 52-57.
- Hassan, U., et al., (2017). Effect of working capital management on firm's financial performance: A survey of water processing firms in Punt land. Journal of Economics and Sustainable Development, 8(2), 10-20.
- Hogerle, B., et al., (2020). The development of working capital management and its impact on profitability and share holder value: evidence from Germany. Strategic Management, 25(2), 27-39.
- Lazaridis I, Tryfondis, D (2006). Relationship between working capital management and profitability of listed firms in the Athens stock Exchange, Journal of Financial Management, 19, 26-35.

- Le, B., (2018). Working capital management and firm's valuation, profitability and risk: Evidence from a developing market. www.emeraldinsight.com/1743-9132.htm. 191-201.
- Moussa, A., (2018). The impact of working management on firm's performance and value: evidence from Egypt. Macmillan Publishers Ltd.
- Nwude, C., et al., (2018). Effect of cash conversion cycle on the profitability of public listed insurance companies. International Journal of Economics and Financial Issues, 8(1), 111-117.
- Perera, K., & Priyashantha, U., (2016). The impact of working capital management on shareholders wealth and profitability: Evidence from Colombo Stock Exchange.
- Tingbani, I., et al., (2020). Working capital management and financial performance of UK listed firms: a contingency approach. Int. J. Banking, Accounting and Finance, 11(2), 173-201.
- Vahid, T., et al., (2012). The impact of working capital management policies on firm's profitability and value: Evidence from Iranian companies. International Research Journal of Finance Economics, 88, 155-162.

