

أساليب إدارة مخاطر العسر المالي دراسة تطبيقية

دكتور/ أحمد فهمى أبو القمصان (✉)

مقدمة

يرتبط مفهوم المخاطرة منذ القدم بحياة الإنسان وأنشطته ، فتنشأ المخاطر نتيجة عدم المعرفة بطبيعة الأحداث في المستقبل، وهذا يعنى أن وجود المخاطرة يترافق مع نشوء عدم التأكد ، ولكن يتضح أن عدم التأكد غير قابل للقياس، في حين أن المخاطرة قابلة للقياس سواء كانت هناك إمكانية لقياس تحقق الخسارة أو عدم الحصول على القيمة .

وتعرف المخاطرة {Humar, 2004} ^(١) بأنها الحالة التي يوجد فيها إمكانية لحدوث انحراف عن النتائج المرغوب فيها أو المتوقعة ، وهو احتمال ظهور حدث سلبي أثناء دورة حياة العملية .

كما تعرف المخاطرة {البدوي ، غير محدد سنة النشر} ^(٢) بأنها ظرف أو وضع في العالم الواقعي يحدث فيه تعرض لوضع معاكس، فهي حالة يكون فيها إمكانية أن يحدث انحراف معاكس عن النتيجة المرغوبة المتوقعة أو المأمولة .

وتحتل إدارة المخاطر المالية مكانة هامة في علم الإدارة المالية، كما تحتل مكانة بارزة في مدي نجاح / فشل المنشآت بوجه عام .

هذا وترتبط المخاطر المالية {هندي ، ٢٠٠٣} ^(٣) بقرارات التمويل ، أي ترتبط باختيار المنشأة للخليط الذي يكون هيكل رأس المال . فكلما زاد اعتماد المنشأة على مصادر التمويل التي تلزمها بأعباء ثابتة ، أدى إلى تغير معين في صافي ربح العمليات والعكس صحيح .

(✉) أستاذ مساعد بقسم إدارة الأعمال أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

كما تعرف المخاطر المالية {هندي ، ٢٠٠٣} ^(٤) بأنها تلك المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية وتنشأ هذه المخاطر من جراء اعتماد المنشأة على مصادر تمويل تدفع عنها تكاليف ثابتة ، أي الأموال المقرضة والأسهم الممتازة . وترتبط المخاطر المالية {حميد ، ٢٠٠٠} ^(٥) بنمط هيكل التمويل للشركة ، في ضوء القرارات المالية ، التي يترتب عليها :

- الاعتماد المتزايد على الديون كمصادر مالية خارجية .
- إضافة المزيد من المخاطر لحق الملكية ، سواء كانت مخاطر مرتبطة بانخفاض صافي الربح بعد الفوائد وقبل الضرائب ، أو مخاطر انخفاض السيولة المالية التي تؤدي إلى عدم القدرة على سداد الالتزامات المستحقة في مواعيدها . وتتجه المخاطر المالية نحو الارتفاع كنتيجة للعديد من العوامل منها :
- ١- انخفاض درجة سيولة عناصر الأصول الثابتة ، والأصول المتداولة وبخاصة المخزون .
- ٢- ارتفاع تكلفة الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة .
- ٣- انخفاض القوة الإيرادية للأموال المستثمرة ، لارتفاع نسبة المديونية ، ونسبة الديون لحق الملكية .
- ٤- ارتفاع معدل الفائدة على القروض ، عن معدل الضرائب الدخلية .
- ٥- ارتفاع نسبة الأصول المتداولة لإجمالي الأصول ، عن نسبة الأصول الثابتة لإجمالي الأصول .
- ٦- انخفاض التدفقات النقدية الداخلة ، بما يؤدي إلى وقوع الشركة في دائرة العسر المالي .

هذا وتتناول الدراسة الحالية إدارة مخاطر العسر المالي المرتبطة بنمط هيكل التمويل للشركة ، في ضوء القرارات المالية ، التي يترتب عليها الاعتماد المتزايد على الديون كمصادر مالية خارجية ، تضيف المزيد من المخاطر لحق الملكية ، سواء كانت مخاطر مرتبطة بانخفاض صافي الربح بعد الفوائد وقبل الضرائب ،

ومخاطر انخفاض السيولة المالية التي تؤدي إلى عدم القدرة على سداد الالتزامات المستحقة في مواعيدها .

وتنقسم المخاطر المالية إلى نوعين :

- المخاطر المرتبطة بانخفاض صافي الربح قبل الضرائب نتيجة لزيادة الفوائد على القروض .

- المخاطر المالية المرتبطة بالعسر المالي لعدم مقدرة الشركة على سداد الالتزامات في مواعيدها المحددة .

وتنبع أهمية الدراسة من تحديد متغيرات إدارة المخاطر المالية في منشآت الأعمال حيث أن عدم إدارة المخاطر قد يستتبعه العديد من المظاهر التالية :

١- إن عدم القيام بإدارة مخاطر العسر المالي قد تؤدي إلى تدخل البنوك في أعمال المنشأة مثل رفض التوسعات الجديدة أو رفض إجراء أى توزيعات للأرباح لحملة الأسهم أو وضع شروط لسياسات البيع والشراء .

٢- إن عدم القيام بإدارة مخاطر العسر المالي مع زيادة الاعتماد على الديون تمثل عائق أساسى لأي عملية تمويل جديدة حيث يمتنع المستثمر الخارجى عن تمويل المنظمة كما لا تستطيع المنظمة الدخول في أى توسعات جديدة .

٣- إن عدم القيام بإدارة مخاطر العسر المالي يؤدي إلى العديد من المظاهر مثل :

- عدم الوضوح بشأن قدرة الشركة على البقاء . مما يؤثر على هيكل رأس المال متمثلاً في انخفاض أسعار الأسهم ويؤثر أيضاً على الاستثمار متمثلاً في عدم الإقبال على المشروعات الجديدة للشركة ومنتجاتها وفي النهاية يؤثر على قرارات التصفية .

- انخفاض مبيعات الشركة وخاصة إذا كانت من المنتجات المعمرة التي تحتاج إلى خدمات ما بعد البيع .

- عدم تعاون الدائنين ورفضهم تحويل الدين إلى أسهم .

-
- الدخل في دائرة الفشل المالي نظراً لزيادة قيمة الديون وفوائدها وانخفاض معدل العائد على الاستثمار نظراً لتدهور المبيعات .
 - ٤- إن عدم القيام بإدارة مخاطر العسر المالي يجعل الشركة أكثر عرضة للصدمات الخارجية عن غيرها التي تقوم بإدارة مخاطر العسر المالي .
 - وتنبع جدوى تناول موضوع إدارة مخاطر العسر المالي في منشآت الأعمال إلى ما يلي :
 - تعمل إدارة مخاطر العسر المالي على خفض تكلفة الأموال وزيادة القدرة التفاوضية مع البنوك في الحصول على الأموال بأسعار منخفضة .
 - تعمل إدارة مخاطر العسر المالي على زيادة قدرة الشركة على جذب أموال جديدة تفي بالدخول في أنشطة استثمارية جديدة أو توسعات في أسواق جديدة .
 - تعمل إدارة مخاطر العسر المالي على خفض مخاطر التعثر المالي والقدرة على البقاء والاستمرار .
 - تعمل إدارة مخاطر العسر المالي على زيادة درجة التعاون بين الدائنين/الموردين وزيادة رغبتهم في العمل مع الشركة كشريك .
 - وعلى جانب آخر فإن هناك علاقة طردية بين الربحية والمخاطر ، فإذا رغبت إدارة أي مشروع في زيادة ربحية هذا المشروع فليس أمامها إلا تحمل المزيد من المخاطر وتصبح بذلك معضلة تواجه إدارة المشروع .
 - ومن هنا يأتي دور الإدارة الرشيدة والتي تحاول تحقيق أهدافها من خلال ربحية تتناسب مع ما يمكن أن يتحملة المشروع من مخاطر . وهو ما يقصد به إدارة المخاطر ، والتي يراها خبراء الإدارة المالية طريقة لوضع استراتيجية للإدارة تتسق مع الأولويات والسياسات الداخلية وذلك من خلال ممارسة عملية استخدام الأدوات المالية لإدارة التعرض للمخاطر .

إن هذا البحث هو محاولة من الباحث لتحديد بعض الأساليب التي يمكن من خلالها إدارة المخاطر المالية المرتبطة بالعسر المالي وذلك من خلال دراسة تطبيقية لأحد القطاعات الاستثمارية الهامة في مصر وهو «قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات» .

وسوف يتم دراسة وتحليل موضوع هذا البحث من خلال النقاط البحثية

التالية :

- أ- الدراسات السابقة .
- ب- مشكلة الدراسة .
- ج- فروض الدراسة .
- د- أهداف الدراسة .
- هـ- منهج الدراسة ، ويشمل :
 - ١- مجتمع وعينة الدراسة .
 - ٢- بيانات الدراسة والفترة التي تغطيها .
 - ٣- متغيرات الدراسة .
 - ٤- أسلوب التحليل المستخدم في الدراسة .
- و- الدراسة التطبيقية .
- ز- النتائج والتوصيات، وتشمل :
 - ١- نتائج الدراسة .
 - ٢- توصيات الدراسة .

أولاً : الدراسات السابقة :

أ- دراسات أجنبية :

١ - دراسة { Chung , 1993 }^(٦) :

والتي استهدفت الوقوف على تفسير لاختلاف الهياكل التمويلية لقطاع الشركات الصناعية الأمريكية والتي أسفرت أهم نتائجها عما يلي :

أن مستوي الاقتراض يرتبط عكسياً بالمخاطر التي تواجه المنشآت وهناك علاقة طردية {موجبة} بين درجة تنوع الأصول ونسبة الديون طويلة الأجل

٢ - دراسة { Leland , 1994 }^(٧) :

والتي استهدفت تقديم نموذج لتحديد النسب المثلي لهيكل رأس المال الأمثل لعينة من الشركات الصناعية والتي أسفرت أهم نتائجها عما يلي :

أن هناك علاقة عكسية بين معدل العائد على الاستثمار ومخاطر الإفلاس ، كما توصلت إلى أن المنظمات ذات مخاطر إفلاس عالية تزداد بها تكلفة الديون عن المنظمات ذات مخاطر إفلاس أقل .

٣ - دراسة { Schran et al , 1998 }^(٨) :

والتي استهدفت تقديم تفسيراً للتغطية كوسيلة لتحديد المخاطر أكثر من خفضها والتي أسفرت أهم نتائجها عما يلي :

أن التغطية ليست أداة لخفض المخاطر فقط ولكنها أيضاً أسلوب لتحديد المخاطر ، وإن التغطية تؤدي إلى خفض التكاليف المتوقعة المرتبطة بقلة الاستثمار .

٤ - دراسة { Petersen , 2000 }^(٩) :

والتي استهدفت الوقوف على الأساليب التي تستطيع بها المنشأة إدارة المخاطر وأسفرت أهم نتائجها عما يلي :

أن هناك علاقة قوية بين تقلب التدفقات النقدية التشغيلية وزيادة المخاطر المالية للشركة . وأن خفض التكاليف أحد الأساليب الفعالة لإدارة المخاطر المالية

للشركة والتي تدعم عن طريق السياسة المالية المتبعة من قبل الإدارة. وأن أهداف الشركة هي الخطوة الأولى في تفسير سلوك إدارة المخاطر لذلك لا بد من استخدام أشكال مختلفة لإدارة المخاطر وعدم التركيز فقط على المشتقات.

٥ - دراسة { Kahl , 2002 }^(١٠):

والتي استهدفت توضيح لفهم وتفسير الحقائق التي نجم ملاحظاتها أثناء الأزمات والضغوط المالية للمنظمة وكذلك بالنسبة للجدل القائم حول تكاليف الضغوط المالية ومخاطر الإفلاس، وأسفرت أهم نتائجها عما يلي :

أن ارتفاع مخاطر التعثر المالي تؤدي إلى عدم الوضوح بشأن قدرة الشركة على البقاء. وإن عدم الوضوح يؤثر على هيكل رأس المال والاستثمار وقرارات التصفية. إن الضغوط المالية تؤدي إلى انخفاض معدل العائد على الاستثمار للمنظمة. وأن هناك علاقة بين زيادة مخاطر التعثر المالي وانخفاض مبيعات الشركة. حيث إن دخول المنظمة في دائرة التعثر المالي يؤدي تلقائياً إلى انخفاض مبيعاتها.

٦ - دراسة { Kisgen , 2006 }^(١١):

والتي استهدفت فحص تأثير تصنيفات الديون {قصيرة الأجل وطويلة الأجل} على قرارات هيكل رأس المال وفحص ما إذا كانت قرارات هيكل رأس المال تتأثر بهذه التكاليف. وكذلك فحص كيفية تأثير تصنيفات الديون على تقييمات الأسهم والسندات، وقد أسفرت أهم نتائجها عما يلي :

إن ٨٧٪ من شركات الدراسة تستخدم نظرية الالتقاط التدريجي عند تحديد قرار الهيكل المالي حيث تتجه إلى الاعتماد على الديون في حالة عدم توافر حقوق ملكية وأرباح محتجزة لتمويل استثماراتها، وذلك نظراً لارتفاع المخاطر المالية التي تتعرض لها الشركة في حالة الاقتراض. وأن الشركات التي تعمل على تصنيف الديون تعتبر بعيدة عن مخاطر التعثر المالي حيث إن حجم الشركة يمثل مقياس صريح لمخاطر التعثر المالي كما يتضح إن الارتفاع المستمر في المبيعات يؤدي إلى انخفاض مخاطر العسر المالي، وإن انخفاض نسبة الديون في الهيكل المالي

يؤدي إلى انخفاض مخاطر التعثر المالي ، وإن العمل على تصنيف الديون يؤدي إلى تقليل مخاطر التعثر المالي .

٧ - دراسة {Liou , 2006} (١٢) :

والتي استهدفت الوقوف على أسباب فشل المنشآت سواء كان بسبب المتغيرات الاقتصادية الخارجية أم كان بسبب العوامل الداخلية {المالية} ، وقد أسفرت أهم نتائجها عما يلي :

أن أهم العوامل الداخلية التي تؤدي إلى فشل المنشآت تتمثل في زيادة نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي ، مع انخفاض معدل تغطية الفوائد ، وانخفاض معدل العائد على حقوق الملكية وعدم سيولة الأصول .

٨ - دراسة {Psillaki , 2008} (١٣) :

والتي استهدفت الوقوف على سمات هيكل رأس المال في بعض البلاد للمنشآت الصغيرة والمتوسطة الحجم ، وقد أسفرت أهم نتائجها عما يلي :

أن هناك علاقة عكسية بين كل من هيكل الأصول والربحية ودرجة المخاطر المالية . وأن الشركات التي نسبة الأصول الثابتة بها كبيرة بالنسبة لإجمالي الأصول تميل إلى استخدام الديون بنسبة أقل . وإن معظم الشركات تفضل استخدام التمويل الداخلي ثم الخارجي وهو ما يتسق مع نظرية الانتقاء التدريجي .

ب- دراسات عربية :

١- دراسة {هندي ، ١٩٩١} (١٤) :

والتي استهدفت وضع نموذج للتنبؤ بالإفلاس قبل وقوعه والتي أسفرت أهم نتائجها عما يلي :

هناك سمات مميزة للشركات التي تعرضت للإفلاس . مثل زيادة متوسط حجم الاستثمار في الأصول ، زيادة الأموال المقترضة ، زيادة المخزون وزيادة فترة التحصيل ومتوسط فترة بقاء البضاعة في المخازن . كما توصلت إلى ارتفاع متوسط

حجم المبيعات للشركات التي تعرضت للإفلاس إلا أن تلك الزيادة كانت على حساب التكاليف بشكل أدي إلى ضآلة الأرباح المتولدة في بعض الأحيان وتكبد الشركة للخسائر في أحيان أخرى .

٢-دراسة { سعد ، ١٩٩٢ } {١٥} :

والتي استهدفت تطوير نموذج للتنبؤ بهيكل رأس المال في الشركات متنوعة الاستثمار المنشأة وفقاً لقانون الاستثمار، وقد أسفرت أهم نتائجها عما يلي :

أن هناك علاقة طردية بين هيكل رأس المال وكل من حجم المنشأة ودرجة تنوع الاستثمارات وكفاءة استخدام الأصول للشركات الخاضعة للدراسة . كما توصلت إلى أن العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال تتمثل في حجم المنشأة ومخاطر الأعمال وكفاءة استخدام الأصول .

٣-دراسة { مصطفى ، ١٩٩٧ } {١٦} :

والتي استهدفت إجراء تحليل تنظيري وتقديم إطار تطبيقي لبعض نظريات السلوك التمويلي التي تمت بالخارج لمعرفة مدى إمكانية تطبيقها في مصر ومن ثم التعرف على أسباب وسبل علاج الخلل في الهياكل التمويلية ، وقد أسفرت أهم نتائجها عما يلي :

أن تكلفة الفشل المالي تلعب دوراً هاماً في تفسير السلوك التمويلي للشركات في مصر وأن هناك علاقة بين الهيكل التمويلي وكل من تكلفة الأموال وقيمة المنشأة باعتبار أن جميع القرارات المالية ومنها قرار التمويل تهدف إلى تعظيم قيمة المنشأة .

٤-دراسة { ميروك ، ٢٠٠٠ } {١٧} :

والتي استهدفت قياس مدى اختلاف مستوي الأداء طبقاً لنمط الملكية قبل وبعد التحول من الملكية العامة إلى الملكية الخاصة وهل هناك علاقة بين مستوي

العائد المالي وسلوك كلاً من المخاطر المالية ومخاطر الأعمال وهل انخفضت مؤشرات التعثر، وقد أسفرت أهم نتائجها عما يلي :

أن ارتفاع المخاطر المالية ومخاطر الأعمال في الشركات محل الدراسة قبل الخصخصة وانخفاض مؤشر التمان . ويعنى ذلك أن الشركات كانت معرضة للتعثر والإفلاس قبل الخصخصة، وانخفضت مؤشرات التعثر وتحسن مقياسه مع تحسن المخاطر المالية ومخاطر الأعمال بعد الخصخصة . كما توصلت إلى أن هناك علاقة سالبة بين مؤشر التعثر {التمان} وكلاً من نسبة الديون إلى الأصول ونسبة الديون إلى الملكية، ونسبة الديون الطويلة إلى الملكية . وإن هذه العلاقة غير جوهرية أو غير معنوية .

٥-دراسة {شعلان، ٢٠٠٢} (١٨) :

والتي استهدفت اختبار درجة تأثير الرافعة المالية على بعض المتغيرات وأيضاً اختبار أثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات الصناعات الغذائية اليمنية، وقد أسفرت أهم نتائجها عما يلي :

أن هناك تأثير جوهري للمخاطر المالية على السيولة قصيرة الأجل، حيث ثبت ذلك من خلال معنوية النموذج المقدر ومعلماته إضافة إلى أن المتغير المستقل {المخاطر المالية} يؤثر سلبياً على المتغير التابع {السيولة قصيرة الأجل} ويفسر ٥٤٪ من التغير الذي يحدث في السيولة قصيرة الأجل .

٦-دراسة {حواس، ٢٠٠٤} (١٩) :

والتي استهدفت الوقوف على أسباب مشكلة التعثر المالي، وقد أسفرت أهم نتائجها عما يلي :

إن زيادة التوسع في الاستثمار في المخزون يؤدي إلى زيادة مخاطر التعثر المالي . كما أن ارتفاع معدلات الأجور يعتبر عامل مؤثر على زيادة مخاطر التعثر المالي . وهناك علاقة بين التعثر المالي واختلال الهياكل التمويلية الناتجة عن الاعتماد على القروض قصيرة الأجل لتمويل مشروعات استثمارية طويلة الأجل . وهناك

علاقة بين التعثر المالي والبطء في تحصيل المستحقات لدى الغير لمواجهة سداد الالتزامات .

٧-دراسة {محمد ، ٢٠٠٥} (٢٠) :

والتي استهدفت المساعدة في ترشيد قرارات الشركات المصرية من خلال تحديد الأثر المتوقع للقرارات المالية على احتمال تعرض الشركة لمشاكل أو ضغوط مالية وكذلك على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة في سوق المال المصري ، وقد أسفرت أهم نتائجها عما يلي :

إن المقاييس والمؤشرات الإحصائية الخاصة بتحليل الارتباط والانحدار تشير إلى وجود علاقة عكسية ومقبولة في معظم الشركات المساهمة المصرية فيما بين استخدام الشركات للأساليب والأدوات التي يتضمنها الإطار العام لمقترح الدراسة وبين احتمال تعرض هذه الشركات لمشاكل مالية .

بالرغم من أن المقاييس الإحصائية تشير إلى وجود علاقة معنوية بين مستوي إدارة المخاطر المالية بالشركات المساهمة المصرية وبين قدرة المنشأة على جذب الأموال بشروط أفضل . وكذلك وجود علاقة معنوية بين مستوي إدارة المخاطر المالية بالشركات المساهمة المصرية وبين قدرتها على تعظيم القيمة للمساهمين ، إلا أن علاقات الارتباط ليست ذات دلالة إحصائية في أغلب شركات الدراسة ، ومعاملات التحديد المعنوية لا تمثل سوي نسبة صغيرة من مجموع شركات الدراسة .

٨-دراسة {الذهبي ، ٢٠٠٦} (٢١) :

والتي استهدفت اختبار أسباب تعثر الحالة المالية لأغلبية شركات البحث ، وقد أسفرت أهم نتائجها عما يلي :

عدم قدرة رأس المال العامل على مواجهة وتغطية الاحتياجات المتعلقة بسداد الخصوم المتداولة قصيرة الأجل أي عدم قدرته على تأدية وظيفته الدفاعية ، وكذا عدم قدرة صافي رأس المال العامل على تأدية وظيفته التشغيلية مما يعرض

الشركات لضغوط مالية وما يتبعها من مخاطر العسر مالي. و يوجد تأثير جوهري لكفاءة قرارات التمويل الإضافي مع اتجاه الحالة المالية نحو التدهور بافتراض سلامة قرارات التوسع الاستثماري .

٩-دراسة { الرجبي ، ٢٠٠٦ } (٢٢):

والتي استهدفت استخدام النسب المالية وأساليب التحليل التمييزي واللوجستي لإنشاء نماذج إحصائية للتنبؤ بفشل الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالية ، وقد أسفرت أهم نتائجها عما يلي :

أن النسب المالية التالية {نسب التداول ، الربح إلى مجموع الموجودات، الربح إلى المبيعات، اللوغاريتم الطبيعي لدوران الموجودات} عوامل مهمة وباستخدامها يمكن التنبؤ بفشل الشركات وبدقة تبلغ ٩٦٫٢٪ قبل سنة الفشل. وذلك في التحليل التمييزي.

ومن خلال استعراض أهم نتائج الدراسات السابقة يمكن الخروج بما يلي :

إن أهم المتغيرات التي تم استخدامها في إدارة المخاطر المالية تتمثل فيما يلي: نسبة المديونية ، نسبة الديون إلى رأس المال وحقوق الملكية ، معدل النمو ، تكلفة الإفلاس ، تكلفة الديون ، إجمالي الديون إلى مجموع الأصول ، العائد على رأس المال ، المخزون إلى مجموع الأصول ، المبيعات إلى المخزون ، النقدية إلى مجموع الأصول ، نسبة الاقتراض طويل الأجل إلى صافي الأصول ، نسبة الاقتراض قصير الأجل إلى صافي الأصول ، السحب على المكشوف ، هامش صافي الربح ، نسبة مصادر التمويل طويل الأجل ، معدل العائد على المتاجرة بالملكية ، نسبة التداول ، نسبة التداول السريعة ، التغطية ، المشتقات المالية ، السلوك التمويلي .

ويمكن تفسير هذا في أن هذه المتغيرات تحاول الوصول إلى كيفية إدارة المخاطر ويمكن اختصار هذه المتغيرات في بعض الأساليب التي يجب النظر إليها عند وضع خطة لإدارة المخاطر المالية داخل المنظمة وهي كما يلي :

سياسة الائتمان، التخطيط المالي، خفض التكاليف، سياسة الاستثمار في المخزون، التقلب / التذبذب في الأرباح، سيولة الأصول، المشتقات المالية، السلوك التمويلي.

لذا فإن الباحث سوف يتناول إدارة المخاطر المالية باستخدام مجموعة من الأدوات وهي :

- كفاءة استخدام الأموال {معدل العائد على الاستثمار، هامش مجمل الربح}.
- تقليل الاستثمار في المخزون {نسبة التداول السريعة}.
- تحقيق التوازن النقدي {نسبة تغطية الأعباء المالية الثابتة}.
- تقليل حجم الالتزامات النقدية الثابتة {نسبة الخصوم طويلة الأجل إلى إجمالي الخصوم}.
- تحقيق التوازن المالي بين هيكل التمويل وهيكل الأصول {نسبة هيكل رأس المال إلى إجمالي الأصول}.
- تنويع الاستثمارات {درجة التنوع}.

ثانياً : مشكلة الدراسة :

- سعيًا لتحديد مشكلة الدراسة فقد قام الباحث بإجراء دراسة استكشافية أمكن الخروج منها ببعض مظاهر المشكلة ويمكن بيانها على النحو التالي :
- ١- انخفاض القدرة على سداد الالتزامات قصيرة الأجل من الأصول المتداولة للعديد من الشركات محل الدراسة. { ملحق رقم ١ }.
 - ٢- ارتفاع نسبة الديون في العديد من الشركات محل الدراسة { ملحق رقم ٢ }.
 - ٣- ارتفاع نسبة القروض طويلة الأجل في هيكل رأس المال في العديد من الشركات محل الدراسة { ملحق رقم ٣ }.
 - ٤- انخفاض عدد مرات تغطية الفوائد من صافي الربح المتاح في العديد من الشركات محل الدراسة { ملحق رقم ٤ }.

- ٥- ارتفاع نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية في القطاع محل البحث بشكل عام مما يعتبر مؤشراً على زيادة المخاطر المالية بالقطاع ككل { ملحق رقم ٥ } .
- ٦- ارتفاع درجة المخاطر المالية متمثلاً في زيادة نسبة الرافعة المالية في العديد من الشركات محل الدراسة { ملحق رقم ٦ } .
- ٧- انخفاض معدل العائد على الاستثمار في العديد من الشركات مما يحد من القدرة على سداد الالتزامات المالية في مواعيدها وزيادة احتمال دخولها في دائرة مخاطر العسر المالي { ملحق رقم ٧ } .

وبناءً على المظاهر السابقة ، فإن مشكلة الدراسة تتمثل في وجود عدد من الشركات بقطاع «خدمات ومنتجات صناعية وسيارات» تعاني من ارتفاع درجة المخاطر المالية بها وانخفاض معدل العائد على الاستثمار وزيادة قيمة الفوائد التمويلية مما أثر سلباً على السيولة والقدرة على السداد وأدى إلى تآكل حقوق المساهمين وزيادة مخاطر العسر المالي .

ثالثاً : فروض الدراسة :

- ١- لا يوجد تأثير جوهري لأساليب إدارة المخاطر المالية في التعرف على العسر المالي لدى الشركات محل الدراسة .
- ٢- لا يوجد تأثير جوهري لأساليب إدارة المخاطر المالية على درجة المخاطر المالية في ظل وجود العسر المالي لدى الشركات محل الدراسة .

رابعاً : أهداف الدراسة

يتمثل الهدف الرئيسي لهذا البحث في محاولة الوقوف على أساليب إدارة المخاطر المالية في قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات محل الدراسة ومعرفة تلك الأساليب وأثرها على مخاطر العسر المالي .

ولتحقيق الهدف الرئيسي السابق يركز البحث على تحقيق الأهداف الفرعية

التالية ومن خلال اختبار فروض البحث :

١- الوقوف على أثر أساليب إدارة المخاطر المالية في التعرف على العسر المالي لدى الشركات محل الدراسة .

٢- الوقوف على أثر أساليب إدارة المخاطر المالية في التعرف على درجة المخاطر المالية في ظل وجود العسر المالي لدى الشركات محل الدراسة .

خامساً : منهج الدراسة :

أ- مجتمع وعينة الدراسة :

١- مجتمع الدراسة :

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات الخاصة بقطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات والمتداول أسهمه في بورصة الأوراق المالية المصرية ، والبالغ عددها ٤٤ شركة ويرجع السبب في اختيار ذلك القطاع أنه يمثل أحد القطاعات ذات الأهمية القصوى سواء بالنسبة لتعاملات في سوق الأوراق المالية أو مرده الاستثماري على المجتمع .

وتكون وحدة المعاينة هي الشركة خلال الفترة الزمنية قدرها ٦ سنوات تبدأ من السنة المالية ٢٠٠١/٢٠٠٢ وتنتهي بالسنة المالية ٢٠٠٦/٢٠٠٧ وهي فترة كافية للقيام بالتحليل الإحصائي لبيانات المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المحددة لهذا البحث وكذا للحصول على نتائج أكثر دقة .

وتم اختيار وحدة المعاينة (الشركة) في ضوء بعض المحددات التي تم وضعها من قبل الباحث :

- أن يكون عمر الشركة أكبر من ٦ سنوات .

- توافر البيانات خلال فترة الدراسة .

وقد بلغ عدد الشركات التي توافر فيها الشرط الأول ٢٩ شركة ، وتم استبعاد منهم شركتين نظراً لعدم توافر الشرط الثاني، وتم استبعاد شركة نظراً لتشتت بياناتها وتأثيرها على بيانات الدراسة، لذا أصبح مجتمع الدراسة يتمثل في ٢٩ شركة من المجتمع ككل، و٢٦ شركة من صافي المجتمع أي بنسبة ٨٩٪ من

المجتمع وقد استقر الباحث في دراسته التطبيقية على هذه الشركات وذلك للأسباب الآتية:

١- أن هذه المجموعة تستحوذ على ٨٢٪ من جملة رأس المال السوقي للقطاع كما ظهر في آخر بيانات تم الحصول عليها من الهيئة العامة لسوق المال.

٢- أن هذه المجموعة تحوي في طياتها وطبقاً للتصنيف الدفترى التقليدي شركات راجحة إلى جانب شركات أخرى خاسرة وهو الأمر الذي يمثل أحد متطلبات هذه الدراسة.

٢- عينة الدراسة:

استخدم الباحث أسلوب المعاينة العشوائية البسيطة حيث أن هذه الشركات يغلب عليها شكل التجانس وبحساب عينة الدراسة تم التوصل إلى أن عينة هذه الدراسة تتمثل في ٢٠ شركة أي بنسبة ٧٦٧٪ من إجمالي مجتمع الدراسة.

وفيما يلي بيان بأسماء الشركات التي وقع عليها الاختيار لتمثل عينة الدراسة:

جدول رقم (١)

عينة الدراسة

١	المصرية اليابانية لأعمال الصلب
٢	المتحدة للحبوب «يونى جرين»
٣	الإسلامية لصناعة مواد التغليف «إيكوباك»
٤	الكابلات الكهربائية المصرية
٥	الملاحة الوطنية
٦	الصناعات الهندسية المعمارية للإنشاء والتعمير «إيكون»
٧	مصر للمشروعات الميكانيكية والكهربائية «كهروميكا»
٨	الغازات الصناعية
٩	مانتراك
١٠	العربية للكابلات والصناعات الكهربائية (السويدي)
١١	جنرال للهندسة والمحركات
١٢	العربية للصناعات الهندسية
١٣	النصر لصناعة المحولات والمنتجات الكهربائية {الماكو}
١٤	السويس للأكياس
١٥	يونيفرسال لصناعة مواد التعبئة والتغليف والورق «يونيباك»
١٦	دمياط لتداول الحاويات والبضائع
١٧	المصرية لأعمال النقل البحري
١٨	النيل للنقل البري
١٩	القناة للتوكيلات الملاحية
٢٠	بورسعيد لتداول الحاويات والبضائع

المصدر: بيانات مستخرجة من تقارير الهيئة العامة لسوق المالي .

ب- بيانات الدراسة والفترة التي تغطيها:

البيانات المستخدمة في هذه الدراسة هي البيانات الثانوية متمثلة في القوائم المالية المنشورة للشركات قيد الدراسة، كذلك تغطي الدراسة فترة زمنية ست سنوات ابتداء من العام المالي ٢٠٠١/٢٠٠٢ حتى العام المالي ٢٠٠٦/٢٠٠٧.

ج - متغيرات الدراسة :

١- هامش مجمل الربح { X1 } :

مجمّل الربح

إيرادات النشاط

٢- العائد على الاستثمار { X2 } :

صافي الربح بعد الضرائب

مجموع الأصول

٣- نسبة هيكل رأس المال إلى الأصول طويلة الأجل { X3 } :

حقوق الملكية + الالتزامات طويلة الأجل

إجمالي الأصول طويلة الأجل

٤- نسبة الخصوم طويلة الأجل إلى إجمالي الخصوم { X4 } :

إجمالي الالتزامات طويلة الأجل

إجمالي الخصوم

٥- نسبة التداول السريعة { X5 } :

إجمالي الأصول المتداولة - المخزون

إجمالي الالتزامات المتداولة

٦- درجة التنويع { X6 } :

إجمالي الإيرادات الأخرى + الإيرادات غير العادية

مجمّل الربح

٧ - نسبة تغطية الأعباء المالية الثابتة $\{ X7 \}$:

مجمّل الربح - مصروفات إدارية وعمومية وأخري

مصروفات تمويلية

٨ - الرافعة المالية $\{ Y \}$:

١ - $\{ \text{حقوق الملكية} + \text{إجمالي الأصول} \}$

٩ - مخاطر الإفلاس «نموذج التمان» $\{ Z \}$:

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + X_5$$

X_1 = رأس المال العامل إلى إجمالي الأصول

X_2 = الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الأصول

X_3 = الأرباح قبل الفوائد والضرائب إلى إجمالي الأصول

X_4 = حقوق الملكية إلى إجمالي الخصوم

X_5 = المبيعات إلى إجمالي الأصول

ويعرض الجدول التالي متغيرات الدراسة موزعة حسب طبيعة كل منها :

جدول رقم (٢)

متغيرات الدراسة موزعة حسب طبيعة كل منها

الترميز	متغيرات الدراسة	طبيعة المتغيرات	م
X1	- هامش مجمل الربح	المتغيرات المستقلة	١
X2	- معدل العائد على الاستثمار		
X3	- نسبة هيكل رأس المال إلى الأصول طويلة الأجل		
X4	- نسبة الخصوم طويلة الأجل إلى إجمالي الخصوم		
X5	- نسبة التداول السريعة		
X6	- درجة التنويع		
X7	- نسبة تغطية الأعباء المالية الثابتة		
Z	العسر المالي طبقاً لنموذج التمان	المتغير التصنيفي	٢
Y	الرافعة المالية	المتغير التابع	٣

المصدر : من إعداد الباحث

د- أسلوب التحليل المستخدم :

قام الباحث باستخدام العديد من الأساليب الإحصائية وذلك لاختبار فروض الدراسة وذلك باستخدام البرنامج الإحصائي SPSS (13.0) ويمكن إيضاح الأساليب التي تناولها الباحث فيما يلي :

- ١- مصفوفة معاملات الارتباط .
- ٢- أسلوب التحليل التمييزي .
- ٣- أسلوب تحليل الانحدار التدريجي .

سادساً : الدراسة التطبيقية :

اختبار صحة الفروض :

اختبار صحة الفرض الأول للدراسة :

لاختبار صحة الفرض الأول للدراسة القائل «لا يوجد تأثير جوهري لأساليب إدارة المخاطر المالية في التعرف على العسر المالي لدي الشركات محل الدراسة»، استخدم الباحث الأساليب الإحصائية التالية :

- ١- مصفوفة معاملات الارتباط .
 - ٢- أسلوب التحليل التمييزي Discriminant Analysis .
- وفيما يلي نتائج اختبار صحة الفرض الأول للدراسة :

أ- نتائج المصفوفة الارتباطية بين المتغيرات المستقلة (المفسرة) مع بعضها البعض:
والجدول التالي يعرض نتائج المصفوفة الارتباطية بين المتغيرات المستقلة مع بعضها البعض .

جدول رقم (٢)

نتائج دراسة العلاقات الارتباطية بين المتغيرات المستقلة مع بعضها البعض

X7	X6	X5	X4	X3	X2	X1	
..٧٤-	...٣-	..١٣٧	**..٢٩٣	**..٣١٥-	**..٣٥٤		X1
..١٧٧	...٣٤-	..٠٩٨	**..٢٣٥-	**..٥٣٠-			X2
..١٥٠-	*..٢١١-	**..٣٧٢-	..١٤٨				X3
..١٢٩-	*..١٨٥-	..١٤٤-					X4
..٠٣١	..٠٤٩						X5
*..٢٠٦-							X6
							X7

❖ تشير إلى مستوي معنوية معامل الارتباط (ر) عند مستوي ٥٪
❖ تشير إلى مستوي معنوية معامل الارتباط (ر) عند مستوي ١٪
المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات

أكدت نتائج العلاقات الارتباطية على أن العلاقات الارتباطية جاءت محدودة هذا على الرغم من معنويتها عند مستوي ٠.٠١ باستثناء العلاقات بين درجة التنوع (X6) وكل من: نسبة هيكل رأس المال إلى الأصول طويلة الأجل (X3)، نسبة الخصوم طويلة الأجل إلى إجمالي الخصوم (X4)، نسبة تغطية الأعباء المالية الثابتة (X7). حيث جاءت جميعها عكسية ومعنوية عند مستوي ٠.٠٥ . وبشكل عام نجد أن قيم معاملات الارتباط قد تراوحت ما بين (٠.١٨٥ - ٠.٣١٢) الأمر الذي يعكس ضعف العلاقات الارتباطية بين المتغيرات المستقلة مع بعضها

البعض الأمر الذي يؤدي إلى عدم وجود علاقات إرتباطية بين هذه المتغيرات مع بعضها البعض على الشكل المناسب .

ب- أسلوب التحليل التمييزي :

لتحديد أهم المتغيرات ذات الصلة في تفسير العسر المالي يتم عرض النتائج على النحو التالي :

١- نتائج دالة فيشر :

عرض أهم المتغيرات ذات الأثر في دراسة وتحديد التعثر المالي قام الباحث باستخدام دالة فيشر والجدول التالي يعرض نموذج دالة فيشر .

جدول رقم (٤)

نتائج نموذج دالة فيشر

لا يوجد عسر مالي	يوجد عسر مالي	المتغيرات الفاعلة
٢,١٤٦	١١,٣٩٩	نسبة هيكل رأس المال إلى الأصول طويلة الأجل (X3)
٠,٧١١	٠,٣١٦	نسبة التداول السريعة (X5)
٠,٠١٦٧	- ٠,٠٠١٦	نسبة تغطية الأعباء المالية الثابتة (X7)
- ٢,٤٦٧	- ٢,١٤٨	الجزء الثابت

المصدر : نتائج التحليل الإحصائي للبيانات

أكدت نتائج الجدول السابق على أن أهم المتغيرات ذات الأثر على تصنيف مشاهدات الشركات جاءت على النحو التالي :

- نسبة هيكل رأس المال إلى الأصول طويلة الأجل .

- نسبة التداول السريعة .

- نسبة تغطية الأعباء المالية الثابتة .

وقد يرجع ذلك إلى أن تلك المتغيرات تعتبر معبرة عن تحقيق التوازن المالي وضبط الاستثمارات الجارية والتغطية مما يعود على الشركة بالعديد من الفوائد في حالة القدرة على إدارة تلك المتغيرات .

٢- نتائج دالة التمييز :

فيما يلي نتائج النموذج المقدر الخاص بالتحليل التمييزي :

جدول رقم (٥)

نتائج نموذج التحليل التمييزي (الدالة المعيارية - غير المعيارية)

معامل ويلكس لامدا Wilkes Lambda	المعاملات		المتغيرات الفاعلة
	المعاملات المعيارية	المعاملات غير المعيارية	
٠,٦٩٥	٠,٧٣٦ -	٤,٧٤٢ -	نسبة هيكل رأس المال إلى الأصول طويلة الأجل (X3)
٠,٥٨٩	٠,٥٠٦	٠,٠٠٩	نسبة تغطية الأعباء المالية الثابتة (X7)
٠,٥٧٧	٠,٤٧١	٠,٢٠٣	نسبة التداول السريعة (X5)
		٠,٢٤٠	الجزء الثابت

المصدر : نتائج التحليل الإحصائي للبيانات

أكدت نتائج الجدول السابق على أن أهم المتغيرات الفاعلة والتي تؤثر بشكل مباشر على العسر المالي لدي الشركات محل الدراسة حسب درجة أهميتها جاءت على النحو التالي :

- نسبة هيكل رأس المال إلى الأصول طويلة الأجل (X3)
- نسبة تغطية الأعباء المالية الثابتة (X7)
- نسبة التداول السريعة (X5)

وذلك حسب كل من المعاملات المعيارية ، معامل ويلكس لامدا وقد يرجع ذلك إلى :

نسبة هيكل رأس المال إلى الأصول طويلة الأجل (X3) :

حيث تقيس درجة التوازن المالي بين هيكل التمويل وهيكل الأصول ويعتبر مقياس لقدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها تجاه مصادر التمويل وتعتبر مؤشراً قوياً في مدي اتجاه المنشأة نحو مخاطر العسر المالي .

نسبة تغطية الأعباء المالية الثابتة (X7) :

تقيس مدي قدرة الإدارة على الوفاء بالالتزامات الثابتة ، وتعلم الإدارة جيداً أن عدم قدرتها على الوفاء بتلك الالتزامات قد يعرض المنشأة لمخاطر الإفلاس .

نسبة التداول السريعة (X5) :

حيث إن زيادة الأموال المستثمرة في عناصر الأصول المتداولة الأقل سيولة وبخاصة حسابات المدينين . يؤدي إلى انخفاض فعالية وإنتاجية رأس المال العامل . مما يؤدي إلى ارتفاع معدل النمو في قيمة عناصر الخصوم المتداولة بمعدل أكبر من معدل النمو في قيمة عناصر الأصول المتداولة ، وبالتالي انخفاض فعالية السيولة وزيادة مخاطر العسر المالي .

كما أن زيادة رصيد النقدية كأحد عناصر الأصول المتداولة وتوافر السيولة المالية النقدية يعنى في نفس الوقت حرمان الشركة من الاستفادة من استثمار هذه النقدية الزائدة عن حاجتها في مجالات الاستثمار المختلفة التي تزيد من معدل نمو عمليات الشركة الجارية والعائد على الأموال المستثمرة في الأصول ، خاصة إذا كان رصيد النقدية يفوق الحد الأدنى الواجب الاحتفاظ به .

وبالتالي يكون النموذج المستخدم في تفسير العسر المالي على النحو

التالي :

$$Z = 0.240 - 4.742 X3 + 0.009 X7 + 0.203 X5$$

With Cot of point (0.049)

حيث أن المشاهدات (الشركات) التي تحقق أقل من هذه القيمة فهي تعنى أنها تتعرض إلى عسر مالي وعلى العكس من ذلك فإذا كانت قيمة الدالة (Z-Score) أكبر من هذه القيمة فإن هذا يعني أن هذه المشاهدة (الشركة) لا تتعرض إلى حالة العسر المالي .

٣- نتائج دالة التصنيف التوفيقية :

الجدول التالي يعرض نتائج اختبارات دالة التمييز

جدول رقم (٦)

نتائج بعض الاختبارات على دالة التصنيف

المعاملات		معامل ويلكس لامدا Wilkes Lambda	معامل الارتباط التوافقي Canonical Corrolation
مستوي الدالة	د . ح		
٠,٠٠	٣	٧٦,٥٥٩	٠,٦٩٤
دالة عند مستوي ٠,٠١			

المصدر : نتائج التحليل الإحصائي للبيانات

أكدت نتائج الجدول السابق على معنوية دالة التمييز حيث بلغت قيمة اختبار كا^٢ (كا^٢ المحسوبة = ٧٦,٥٥٩) مما يؤكد على دلالتها الإحصائية عند مستوي

٠.٠١ وذلك بدرجات حرية (٣) ، وبدراسة مجموعة المقاييس المختلفة والمتمثلة في معامل ارتباط كانونيكال والتي بلغت (٠.٦٩٤) أن هناك ارتباط بين المتغيرات المفسرة بالنموذج مع القيمة المقدرة (Z-Score) لهذا النموذج كما أكد على ذلك أيضاً انخفاض قيمة معامل ويلكس لامدا .

٤- استخدام النموذج في التنبؤ :

الجدول التالي يعرض نتائج تقديرات النموذج .

جدول رقم (٧)

نتائج التصنيف الصحيح للمشاهدات في ضوء دالة التصنيف

المعاملات				مجموعة المشاهدات الأصلية
مشاهدات لا تتعرض لمخاطر العسر المالي		مشاهدات تتعرض لمخاطر العسر المالي		
عدد	%	عدد	%	
٥	٢,٢	٦٧	٩٣,١	شركات تتعرض لمخاطر العسر المالي
٤٥	٩٣,٨	٣	٦,٩	شركات لا تتعرض لمخاطر العسر المالي
٩٣,٢ %				نسبة التصنيف الصحيح للمشاهدات

المصدر : نتائج التحليل الإحصائي للبيانات

من الجدول السابق أكدت النتائج على أن نموذج التحليل التمييزي قد حقق نتائج عالية الدقة بشكل متوازن بين مجموعتي الدراسة حيث تعرف وفسر حوالي ٩٣% من حالات الشركات التي تتعرض إلى تعسر مالي وحوالي ٩٤% من الشركات

التي لا تتعرض إلى تعسر مالي، الأمر الذي يعكس دقة هذا النموذج في تفسير ٩٣,٣٪ من إجمالي المشاهدات الأصلية الأمر الذي يعكس قدرة النموذج في التنبؤ بالمشاهدات الأخرى .

مما سبق يمكننا رفض صحة الفرض الأول للدراسة القائل «لا يوجد تأثير جوهرى لأساليب إدارة المخاطر المالية في التعرف على العسر المالي لدى الشركات محل الدراسة»

اختبار صحة الفرض الثاني للدراسة:

لاختبار صحة الفرض الثاني للدراسة القائل «لا يوجد تأثير جوهرى لأساليب إدارة المخاطر المالية المقترحة على درجة المخاطر المالية في ظل وجود العسر المالي لدى الشركات محل الدراسة»، استخدم الباحث الأساليب الإحصائية التالية :

١- تحليل الارتباط الخطي البسيط .

٢- تحليل الانحدار المتدرج .

وفيما يلي نتائج اختبار صحة الفرض الثاني للدراسة :

أ- نتائج تحليل الارتباط الخطي البسيط :

١- نتائج المصفوفة الارتباطية بين المتغيرات المفسرة مع بعضها البعض في ظل وجود مخاطر العسر المالي :

فيما يلي عرض لنتائج المصفوفة الارتباطية بين المتغيرات المفسرة مع بعضها البعض في ظل وجود مخاطر العسر المالي :

جدول رقم (٨)

نتائج دراسة العلاقات الارتباطية بين المتغيرات المستقلة مع بعضها البعض
في ظل وجود العسر المالي

X7	X6	X5	X4	X3	X2	X1	
°.٢٩٣ -	°.٢٨٧	...٥٩	...١٥	**..٤٣٠-	**..٥٧٩		X1
...٤٣	...١١٦	...١٤٠	...١٦٦-	**..٥٠١-			X2
...٢٠٦	**..٤٢٢-	**..٣٩٩-	...١٣٧				X3
...٠٠٩	...١٧٨ -	°..٢٦٧-					X4
...١٢٤ -	°..٢٦٩						X5
**..٦٥٥-							X6
							X7

♦ تشير إلى مستوي معنوية معامل الارتباط (ر) عند مستوي ٥٪

♦♦ تشير إلى مستوي معنوية معامل الارتباط (ر) عند مستوي ١٪

المصدر : نتائج التحليل الإحصائي للبيانات

أكدت نتائج الجدول السابق على وجود علاقات تبادلية بين معظم المتغيرات المستقلة مع بعضها البعض وقد جاءت معظمها عكسية ومعنوية عند مستوي ٠.٠١ الأمر الذي يجعلنا نتوخى الحذر عند استخدام أسلوب الانحدار المتعدد من مشكلة الازدواج الخطي Multi-collinearty .

والجدول التالي يعرض نتائج العلاقة الارتباطية بين المتغيرات المفسرة لإدارة المخاطر المالية مع الرافعة المالية .

جدول رقم (٩)

نتائج دراسة العلاقات الارتباطية بين متغيرات أساليب إدارة المخاطر المالية مع الرافعة المالية

X7	X6	X5	X4	X3	X2	X1	Y2
٠.١٩٣	٠.٣٤٠	٠.٥٦٤-	٠.٣١٦-	٠.٦٥٨	٠.٢٨٢-	٠.٢٧٠-	

- ♦ تشير إلى مستوى معنوية معامل الارتباط (ر) عند مستوي ٥٪
- ♦♦ تشير إلى مستوى معنوية معامل الارتباط (ر) عند مستوي ١٪

المصدر : نتائج التحليل الإحصائي للبيانات

أكدت النتائج على وجود علاقات ارتباطيه بين كل المتغيرات الخاصة بأساليب إدارة المخاطر المالية مع الرافعة المالية فيما عدا المتغير الخاص بنسبة تغطية الأعباء المالية الثابتة X7 . وقد جاءت النتائج على النحو التالي :

نسبة هيكل رأس المال إلى الأصول طويلة الأجل X3 طردي قوي

نسبة التداول السريعة X5 عكسي قوي

يليه

نسبة الخصوم طويلة الأجل لإجمالي الخصوم X4 عكسي متوسط

درجة التنوع X6 عكسي متوسط

يليه

معدل العائد على الاستثمار X2 عكسي (محدودة)

هامش مجمل الربح X1 عكسي (محدودة)

مرتبة حسب درجة العلاقة الارتباطية ومن المتوقع ظهور معظم هذه المتغيرات ضمن النموذج المقدر في تحليل الانحدار التدريجي .

ب- نتائج تحليل الانحدار التدريجي :

استخدم الباحث أسلوب تحليل الانحدار التدريجي نظراً لوجود علاقات تبادلية بين المتغيرات المستقلة مع بعضها البعض وفيما يلي عرض لنتائج تحليل الانحدار التدريجي .

١- توصيف النموذج :

سوف يتم عرض توصيف النموذج من خلال ما يلي :

• تحديد متغيرات الدراسة : فيما يلي عرض لمتغيرات الدراسة والتي جاءت على النحو التالي :

- المتغير التابع : الرافعة المالية { كمقياس لدرجة المخاطر المالية }
 - المتغيرات المستقلة { المفسرة } : { أساليب مقترحة لإدارة المخاطر المالية }
- والتي جاءت على النحو التالي :

- هامش مجمل الربح X1
- معدل العائد على الاستثمار X2
- نسبة هيكل رأس المال إلى الأصول طويلة الأجل X3
- نسبة الخصوم طويلة الأجل إلى إجمالي الخصوم X4
- نسبة التداول السريعة X5
- درجة التنويع X6
- نسبة تغطية الأعباء المالية الثابتة X7

• الشكل الرياضي للنموذج :

اقترح الباحث الشكل الخطي للنموذج حيث أكد على ذلك قيم العلاقات الخطية لمعاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة لأساليب إدارة المخاطر المالية مع الرافعة المالية {كمقياس لدرجة المخاطر المالية} راجع جدول { ٩ }

وفيما يلي الشكل الخطي للنموذج المقترح :

$$Y = b_0 + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + \dots + b_kX_k$$

حيث : b 's هي معاملات الانحدار X .

K هي عدد المتغيرات الفاعلة بالنموذج حيث $K < 7$.

٢- تقدير النموذج :

استخدم الباحث طريقة المربعات الصغرى Ordinaly Least Square

وذلك بهدف تقدير المعالم والتي جاءت على النحو التالي :

$$Y = 0.686 + 0.440 x_3 - 0.432x_4 - 0.0853x_5$$

٣- الاختبارات الخاصة بالنموذج :

فيما يلي نتائج الاختبارات الخاصة بالنموذج المقدر

جدول رقم (١٠)

نتائج النموذج المقدر وبعض الاختبارات الخاصة به وكذلك معامله

بعض اختبارات النموذج			النموذج المقدر	المعالم واختباراتها
S.E	R ²	ف (ح . د)		
٠,٠٧٥٤	٪٧٩,٢	** ٨٦,٣٥٣ (٦٨ , ٣)	Y= 0.686 + 0.440X ₃ - 0.432X ₄	المعالم غير المعيارية
			0.534 - 0.520	المعالم المعيارية
			(23.67)** (8.847)** (-9.060)**	قيم اختبار «ت»
			- 0.0853 X ₅	المعالم غير المعيارية
			- 0.490	المعالم المعيارية
			(- 7.906)	قيم اختبار «ت»

♦♦ تشير إلى معنوية إختباري ف ، ت عند مستوي ١٪

المصدر : نتائج التحليل الإحصائي للبيانات

أكدت نتائج الجدول السابق على معنوية النموذج المقدر حيث بلغت قيمة اختبار ف (ف المحسوبة = ٨٦,٣٥٣) مما يؤكد على الدلالة الإحصائية عند مستوي معنوية ٠,٠١ وذلك بدرجات حرية (٦٨ ، ٣) وقد أكدت النتائج على أن التغيرات التي تطرأ على الرافعة المالية كمتغير تابع تكون نتيجة التغيرات الخاصة بالمتغيرات الفاعلة المستقلة والتي ظهرت بالنموذج بالجدول السابق وذلك في حدود (R²=79,2) هذا بالإضافة إلى أنه يمكن اعتبار أن قيم الخطأ المعياري بالنموذج جاء محدود للغاية (S.E = 0.0754) .

٤- اختبار الارتباط التسلسلي :

استخدم الباحث اختبار ديربن واطسون وذلك بهدف التعرف على مدى وجود مشكلة الارتباط التسلسلي للنموذج المقدر لما لهذه المشكلة من تأثيرات سلبية على دقة التقديرات للمعلمات وكذلك وجود صور متفائلة في بعض نتائج مقاييس جودة النموذج والتي لعل من أهمها معامل التحديد .

الجدول التالي يعرض كل من قيم اختبار ديربن واطسون المحسوبة والجدولية .

جدول رقم (١١)

نتائج اختبار الارتباط التسلسلي للنموذج المقدر لتأثير أساليب إدارة المخاطر المالية على درجة المخاطر المالية في ظل وجود مخاطر العسر المالي

القيم الجدولية لاختبار ديربن واطسون عند مستوى معنوية ١٪		قيمة اختبار ديربن واطسون (D-W)
D_L	D_u	
١,٣٧	١,٥٥	٠,٧١٢

المصدر : نتائج التحليل الإحصائي للبيانات

بالكشف في جداول اختبار ديربن واطسون (DW) لمعرفة ما إذا كان النموذج يعاني من مشكلة الارتباط التسلسلي وعند مستوى معنوية ١٪ تبين أن قيمتي الحد الأدنى والأعلى هما (١,٥٥ ، ١,٣٧) على الترتيب مما يعكس أن قيمة اختبار ديربن واطسون تحقق $0 < DW < DL$ الأمر الذي يعكس أن قيمة اختبار ديربن واطسون تقع في المنطقة السوداء Black Area الأمر الذي يؤكد أن النموذج يعاني من مشكلة الارتباط التسلسلي ولهذا لا بد أن يتم معالجة هذه المشكلة وذلك على النحو التالي :

٥- معالجة مشكلة الارتباط التسلسلي :

بدراسة الأخطاء الخاصة بالنموذج قام الباحث بدراسة هذه الأخطاء وعلى اعتبار أن إغفال أحد المتغيرات الهامة قد يُسفر عن وجود مشكلة الارتباط التسلسلي فلذا يقترح الباحث إضافة أحد المتغيرات التي يمكن من خلالها وضع نهاية لهذه المشكلة. أيضاً بهذا يكون الباحث قام بزيادة الدرجة التفسيرية بالنموذج .

إلا أن مشكلة اختبار هذا المتغير قد تكون ليست بالسهولة في حدود أطر البحث ولكن يتضح من القيمة المقدرة للارتباط التسلسلي أن هذا المتغير لا بد وأن يعكس هذا الارتباط التسلسلي ودرجة هذا الارتباط .

لذا فقد قام الباحث بإعادة توصيف النموذج وذلك عن طريق إضافة الرافعة المالية ولكن بفترة تأخير ويكون الشكل العام للنموذج

$$Y = b_0 + b_1X_1 + b_2X_2 + \dots + by_{t-1}$$

٦- تقدير النموذج :

الجدول التالي يعرض نتائج النموذج بعد إجراء المعالجة لمشكلة الارتباط التسلسلي .

جدول رقم (١٢)

نتائج النموذج المقدر واختباراته المختلفة

بعض اختبارات النموذج			النموذج المقدر	المعالم واختباراتها
S.E	R ²	ف (ح. د)		
٠,٠٤٥	٪٩١,٨	**١٣٦,٩٥٣ (٤٩, ٤)	Y= 0.197 -0.107 X ₂ +0.118 X ₄	المعالم غير المعيارية
			- 0.109 - 0.147	المعالم المعيارية
			(5.378)** (-2.495)* (-3.142)**	قيم اختبار «ت»
			- 0.0165 X ₆ + 0.769Ylg	المعالم غير المعيارية
			- 0.172 0.815	المعالم المعيارية
			(- 3.887)** (16.796)**	قيم اختبار «ت»

♦ تشير إلى معنوية اختبار « ت » عند مستوي ١٪

♦♦ تشير إلى معنوية اختبار « ف ، ت » عند مستوي ١٪

المصدر : نتائج التحليل الإحصائي للبيانات

أكدت نتائج الجدول السابق على معنوية النموذج المقدر حيث بلغت قيمة اختبار «ف» (ف المحسوبة = ١٣٦,٩٥٣) مما يؤكد على دلالتها الإحصائية عند مستوي معنوية ٠,٠١ وذلك بدرجات حرية (٤٩ ، ٤) ، كما أكدت نتائج الجدول السابق على أن التغيرات التي تطرأ على المتغيرات في المتغير التابع (الرافعة المالية) تكون نتيجة التغيرات التي تطرأ على المتغيرات المفسرة الفاعلة والتي جاءت على النحو التالي :

- الرافعة المالية بفترة تأخير Y_{t-1} تأثير طردي
- درجة التنوع X6 تأثير عكسي
- نسبة الخصوم طويلة الأجل إلى إجمالي الخصوم X4 تأثير عكسي
- معدل العائد على الاستثمار X2 تأثير عكسي

وذلك على الترتيب حسب ما جاءت به القيم المعيارية الخاصة بالمعامل .

ويمكن تفسير تلك النتائج كما يلي :

الرافعة المالية بفترة تأخير Y_{t-1} : هناك علاقة طردية بين الرافعة المالية بفترة تأخير ودرجة المخاطر المالية وقد يرجع ذلك إلى زيادة الاعتماد على الديون من قبل المنشآت من فترة لأخرى مع عدم قدرتها على سداد تلك الديون نتيجة لعدم تحقيق ربحية تمكنها من تخفيض نسبة الديون في الهيكل المالي .

درجة التنوع X6 : هناك علاقة عكسية بين درجة التنوع ودرجة المخاطر المالية وتعتبر هذه النتيجة طبيعية حيث كلما زادت درجة التنوع قلت درجة المخاطر المالية نظراً لوجود محفظة استثمارية تعمل على تقليل درجة المخاطر المالية .

وتتفق هذه النتيجة مع العديد من الدراسات مثل {الذهبي ٢٠٠٦} ، {محمد ٢٠٠٥} ، {السيد ٢٠٠٥} ، {Chung 1993} ، { Petersen 2000} - {سعد ١٩٩٢} .

نسبة الخصوم طويلة الأجل إلى إجمالي الخصوم X4 : هناك علاقة طردية بين نسبة الخصوم طويلة الأجل إلى إجمالي الخصوم ودرجة المخاطر المالية وتعتبر هذه النتيجة طبيعية حيث أنه كلما زادت درجة الاعتماد على الديون سواء طويلة الأجل أو قصيرة الأجل زادت معها درجة المخاطر المالية وبالعكس تماماً كلما انخفضت درجة الاعتماد على الديون سواء طويلة الأجل أو قصيرة الأجل انخفضت درجة المخاطر المالية .

وتتفق هذه النتيجة مع العديد من الدراسات مثل {Psillaki 2008} ،
{Liou 2006} ، {Karbhari 2004} ، {Kahl 2002} ، {مبروك ٢٠٠٠} ،
{سعد ١٩٩٢} ، {العبد ١٩٩٢} ، {هندي ١٩٩١} .

معدل العائد على الاستثمار X_2 : هناك علاقة عكسية بين معدل العائد على
الاستثمار ودرجة المخاطر المالية وقد يرجع ذلك إلى ارتفاع مؤشرات الربحية ومن
ضمنها معدل العائد على الاستثمار مما أدى إلى زيادة نسبة الأرباح المحتجزة
{ونتيجة لعدم إجراء التوزيعات} وبالتالي زيادة نسبة حقوق المساهمين في الهيكل
التمويلي وبالتالي انخفاض نسبة الديون .

وقد يرجع أيضاً إلى أن زيادة معدل العائد على الاستثمار أدى إلى زيادة
القدرة على سداد الديون مما أتبعه مباشراً انخفاض في نسبة الديون في الهيكل
التمويلي .

وتتفق هذه النتيجة مع العديد من الدراسات مثل {Titman 2007} ،
{Psillaki 2008} ، {السيد ٢٠٠٥} ، {Karbhari 2004} ، {هندي ١٩٩١} ،
{حميد ١٩٨٩} .

٧- اختبار الارتباط التسلسلي للنموذج المعدل :

والجدول التالي يعرض نتائج اختبار الارتباط التسلسلي للنموذج المعدل :

جدول رقم (١٣)

نتائج اختبار الارتباط التسلسلي للنموذج المقدر {المعدل} لتأثير أساليب إدارة المخاطر المالية على درجة المخاطر المالية في ظل وجود مخاطر العسر المالي

القيم الجدولية لاختبار ديربن واطسون عند مستوي معنوية ١٪		قيمة اختبار ديربن واطسون (D-W)
D_L	D_u	
١,٣٧	١,٥٥	١,٥١٢

المصدر : نتائج التحليل الإحصائي للبيانات

بالكشف في جداول اختبار ديربن واطسون (D-W) لمعرفة ما إذا كان هناك ارتباطات بين البواقي وعند مستوي ١٪ تبين أن قيمتي الحد الأدنى والأعلى هما (١,٣٧ ، ١,٥٥) على الترتيب مما يعكس أن قيمة ديربن واطسون المحسوبة تحقق $(dL < DW < du)$ مما يؤكد أنها تقع في المنطقة الرمادية والتي من خلالها لم تتأكد بأن وجود هذه القيمة بالمنطقة السوداء والسبب في ذلك أيضاً هو وجود القيمة على أطراف هذه الفترة وهي بذلك أيضاً تقترب من المنطقة $(2 < DW < du)$ والتي تحقق منطقة بيضاء .

٨- بعض الأشكال البيانية التي تتحقق من إعتدالية الأخطاء :

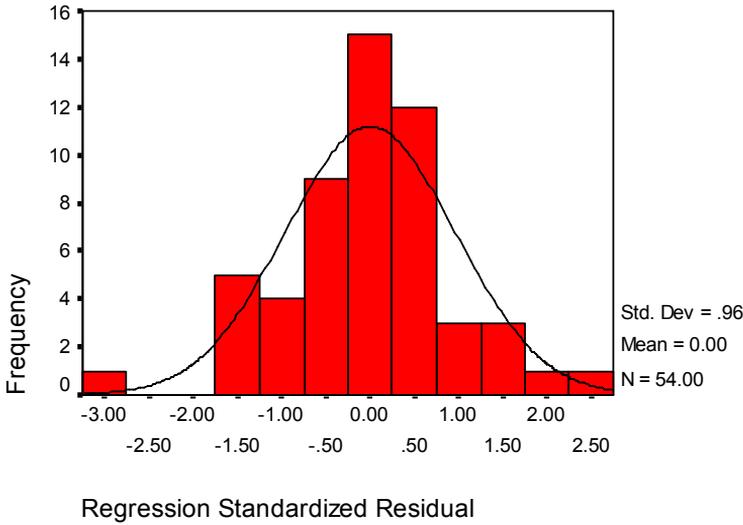
للتحقق من مدي إعتدالية توزيع الأخطاء (البواقي) قام الباحث بعرض الأشكال التالية وذلك بهدف التعرف على مدي إتساق البيانات الخاصة بهذه البواقي مع خصائص التوزيع المعتدل المعياري . والشكل رقم (١) يوضح مدي اتساق قيم البواقي مع منحني التوزيع الطبيعي المعتدل المعياري .

شكل رقم (١)

مدي اتساق قيم البواقي مع منحني التوزيع الطبيعي المعتدل المعياري

Histogram

Dependent Variable: Y2



المصدر : نتائج التحليل الإحصائي للبيانات

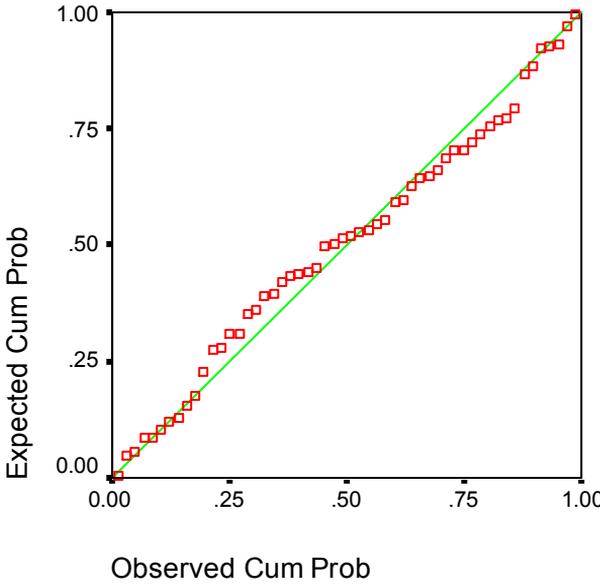
أكدت نتائج الشكل السابق على أن قيمة البواقي المعيارية للنموذج المقترح تتوزع توزيعاً معيارياً وهو الأمر الذي تؤكد قيم المتوسط ($\mu = 0$) ، ($Sd = 0.96$) والتي يتم مقاربتها مع خصائص المنحني الطبيعي ($\mu = 0$, $\sigma = 1$) .
شكل رقم (٢) يوضح توزيع البواقي حول خط المنحني الطبيعي .

شكل رقم (٢)

توزيع البواقي حول خط المنحنى الطبيعي

Normal P-P Plot of Regression Stand

Dependent Variable: Y2



المصدر : نتائج التحليل الإحصائي للبيانات

يتضح من الشكل السابق أن البواقي تتوزع بإعتدالية حول خط التوزيع الطبيعي وأن التباعد نسبي ومحدود جداً .

٩- النتائج المرتبطة باختبار القدرة التنبؤية للنموذج المقترح :

استخدم الباحث مُعامل ثيل U-test بهدف التعرف على القدرة التنبؤية للنموذج المقدر ، وقد جاءت قيمة (U=0.0027) الأمر الذي يؤكد على اقترابها من الصفر مما يعكس أن النموذج المقترح بدرجة مرتفعة من الدقة في التقدير والتنبؤ . ($U < 0.05$) .

مما سبق يمكننا رفض صحة الفرض الثاني للدراسة القائل «لا يوجد تأثير جوهرى لأساليب إدارة المخاطر المالية المقترحة على درجة المخاطر المالية في ظل وجود العسر المالي لدى الشركات محل الدراسة» .

سابعاً : النتائج والتوصيات :

أ- نتائج الدراسة :

١- النتائج المرتبطة بتحليل الفرض الأول :

من خلال نتائج التحليل الإحصائي المرتبطة باختبار مدي صحة الفرض الأول أمكن استخلاص النتائج الآتية :

• أظهرت المتغيرات التالية X3 , X5 , X7 المعبرة عن التوازن المالي بين هيكل التمويل وهيكل الأصول و نسبة التداول السريعة ونسبة تغطية الأعباء المالية الثابتة على التوالي ، قدرة تفسيرية كبيرة في تفسير العسر المالي .

• لم تنجح دالة التصنيف في استيعاب المتغيرات X1 , X2 , X4 , X6 .

- ظهرت دالة التمايز المرتبطة بالمتغيرات الفاعلة التي تؤثر بشكل مباشر على العسر المالي على النحو التالي :

$$Z = 0.240 - 4.742 X3 + 0.009 X7 + 0.203 X5$$

وكانت نقط القطع المرتبطة بها ٠.٠٤٩ .

• أن نموذج التحليل التمييزي قد حقق نتائج عالية الدقة بشكل متوازن بين مجموعتي الدراسة حيث تعرف وفسر حوالي ٩٣٪ من حالات الشركات

التي تتعرض إلى تعسر مالي وحوالي ٩٤٪ من الشركات التي لا تتعرض إلى تعسر مالي . وأيضاً يعكس النموذج دقة تفسير ٩٣٫٢٪ مما يعكس قدرة عالية في التنبؤ .

وتؤكد النتائج المذكورة على صحة الفرض الأول من فرضي هذه الدراسة .

٢- النتائج المرتبطة بتحليل الفرض الثاني :

من خلال نتائج التحليل الإحصائي المرتبطة باختبار مدي صحة الفرض

الثاني أمكن استخلاص نتيجة محددة وهي :

أكدت النتائج على أن التغيرات التي تطرأ على المتغيرات في المتغير التابع

(الرافعة المالية) تكون نتيجة التغيرات التي تطرأ على المتغيرات المفسرة الفاعلة

بدرجة تفسيرية ٩٢٪ والتي جاءت على النحو التالي :

- الرافعة المالية بفترة تأخير Y_{t-1} تأثير طردي

- درجة التنويع X_6 تأثير عكسي

- نسبة الخصوم طويلة الأجل إلى إجمالي الخصوم X_4 تأثير عكسي

- معدل العائد على الاستثمار X_2 تأثير عكسي

ب- توصيات الدراسة :

١- يوصي الباحث بأنه لا بد من القيام بتأكيد أهمية تطبيق نموذج إدارة

المخاطر المالية المقترح كأداة إنذار لمخاطر العسر المالي في منشآت قطاع

خدمات ومنتجات صناعية وسيارات . مع العمل على توجيه عناية القائمين

بإدارة الشركات عند اتخاذ قرارات سواء تمويلية أو استثمارية ألا تكون بمعزل

عن بعضها ، وذلك في ضوء المخاطر المالية المخططة من قبل الجهاز المختص

بفحص ومتابعة المخاطر المالية .

- يوصي الباحث بضرورة العمل على التصرف في المخزون الراكد سواء المخزون

من قطع الغيار أو المخزون السلعي واستخدام الحصيلة لتعزيز موقف السيولة .

- ٢- يوصي الباحث فيما يتعلق بقرار التوسع التمويلي بضرورة الاهتمام بمحددات هذا القرار وهي مؤشرات كفاءة واستخدام مصادر الأموال ، ومصادر العائد على حق الملكية لما لهما من تأثير جوهري على الحالة المالية .
- ٣- يوصي الباحث بضرورة الحد من الاعتماد على الاقتراض وربط التوسع في الاقتراض بتكلفة القروض ، وكذلك احتجاز جزء من الأرباح لتدعيم مصادر التمويل الداخلية ، ولتحقيق ذلك يجب على المديرين الماليين للشركات ضرورة الحد من الاعتماد على الاقتراض وربط التوسع في الاقتراض بتكلفة القروض ، وكذلك احتجاز جزء من الأرباح لتدعيم مصادر التمويل الداخلية ، ولتحقيق ذلك يجب على المديرين الماليين للشركات الربط بين قرارات التمويل والاستثمار بما يؤدي إلى تحقيق عائد على الاستثمار يكفي لتغطية تكلفة الأموال وفي نفس الوقت يتحقق فائض يضاف إلى قيمة المنشأة .
- ٤- يوصي الباحث بضرورة تحقيق التوازن المالي بين رأس المال المستثمر في الأصول الثابتة والأصول المتداولة . وبين عناصر هيكل التمويل الذاتي وهيكل التمويل الخارجي ، وبين كل من عناصر هيكل الأصول وعناصر هيكل التمويل ، طبقاً لمبدأ التغطية في التمويل ، ومبدأ العلاقة بين الربحية والمخاطر ومعدل النمو المطلوب تحقيقه .
- وفي النهاية يضع الباحث أمام الباحثين بعض الاقتراحات التي تمثل محاور لأبحاث مستقبلية في هذا المجال وهي :
- ضرورة تبني البحوث العلمية لموضوع محددات إدارة المخاطر المالية في منشآت الأعمال ، أثر البيئة الاجتماعية والسياسية على إدارة المخاطر المالية في منشآت الأعمال ، أثر استخدام المشتقات المالية على إدارة المخاطر المالية ، دراسة مقارنة بين أساليب إدارة المخاطر المالية في البيئات المختلفة ، أثر التوسع في حسابات المدينين والمخزون على المخاطر المالية ، أثر إتباع المنشأة سياسات متدرجة لتوزيع الأرباح علي المخاطر المالية .

المراجع حسب ورودها في البحث :

- (1) Humar, N.Piyatrapoomi, A. and S. Setunge., 2004, "Framework for Investment Decision-Making Under Risk and Uncertainty for Infrastructure Asset Management", Research in Transportation Economics, Vol. 8 , PP. 199 – 214 .
- (٢) البديوي ، محمد فتحي ، إدارة مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية «دراسة تحليلية» ، (القاهرة، غير محدد دار النشر، غير محدد سنة النشر، ص ١٨) .
- (٣) هندي، منير إبراهيم، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، (الإسكندرية، منشأة المعارف، ٢٠٠٣، ص ٣٩٨) .
- (٤) هندي، منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، (الإسكندرية، منشأة المعارف، ٢٠٠٣، ص ١٩٨) .
- (٥) حميد، محمد عثمان، أثر التمويل عن طريق الديون على اختلال هيكل التمويل في شركات الأعمال، (القاهرة :مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين ، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد الحادي والثلاثون، ١٩٨٣، ص ص ١ – ٤٢) .
- (6) Chung, Kee H., 1993, "Asset Characteristics and Corporate Debt Policy: An Empirical Test" , Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 20 , PP. 83-89.
- (7) Leland, Hayne E., 1994, "Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure", The Journal of Finance, Vol.49, No.4, PP. 1213-1252.
- (8) Schrand, Catherine and Haluk Unal., 1998, "Hedging and Coordinated Risk Management Evidence from Thrift Conversions", The Journal of Finance, Vol. 53, No.3, PP.979-1013.
- (9) Petersen, Mitchell A. and S. Ramu Thiagarajan., "Risk Measurement and Hedging with and without Derivatives", Journal of Financial Management, 2000, Vol. 29, Issue 4, PP.5 – 29.
- (10) Kahl, Matthias., 2002 , Op Cit, PP. 135-168.
- (11) Kisgen, Darren J., 2006, "Credit Rating and Capital Structure", Journal of finance , Vol. 61 , No.3 , PP. 1035-1072.

(12) Liou , Daj-Lwer , Malcolm Smith., 2006, "Industrial Sector and Financial Distress". www.ssrn.com.

(13) Psillaki , Maria and Nikolaos Kaskalakis., 2008, "Are the Determinants of Capital Structure Country or Firm Specific ? evidence from SMEs", <http://ssrn.com/abstract=1341860>.

(١٤) هندي ، منير إبراهيم صالح ، التنبؤ بالإفلاس الفني للشركات الصناعية التابعة للقطاع العام في مصر ، (قطر: المجلة العلمية ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة قطر ، العدد الثاني ، ١٩٩١ ، ص ٥٩ - ١٢٥).

(١٥) سعد ، أحمد سعد عبد اللطيف ، تحديد وقياس العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال في الشركات متنوعة الاستثمار المنشأة وفقاً لقانون الاستثمار ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، (القاهرة: كلية التجارة ، جامعة القاهرة ، ١٩٩٢).

(١٦) مصطفى ، محمد عبده محمد ، نحو نظرية لتفسير السلوك التمويلي للشركات في مصر ، رسالة ماجستير غير منشورة ، (القاهرة: كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، ١٩٩٧).

(١٧) مبروك ، عادل ، أثر التغير في نمط الملكية على الأداء المالي للمنظمات «دراسة تحليلية لشركات اتحادات المساهمين من العمال» ، (القاهرة: مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين ، كلية التجارة ، جامعة القاهرة ، العدد ٥٦ ، ٢٠٠٠ ، ص ٤٨ : ١).

(١٨) شعلان ، ثروة محمد أحمد ، أثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات الصناعات الغذائية اليمنية ، رسالة ماجستير غير منشورة ، (القاهرة: كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، ٢٠٠٢).

(١٩) حواس ، عبد الواحد أحمد محمد ، أبعاد مشكلة التعثر المالي في الشركات ذات الكثافة الاستثمارية المرتفعة ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، (القاهرة: أكاديمية السادات للعلوم الإدارية ، ٢٠٠٤).

- (٢٠) محمد، محمد على ، إدارة المخاطر المالية في الشركات المصرية ، رسالة دكتوراه غير منشورة (القاهرة : كلية التجارة ، جامعة القاهرة ، ٢٠٠٥) .
- (٢١) الذهبي ، هدى على عبد الهادي ، أثر قرارات التوسع الاستثماري والتمويلي على قيمة المنشأة، رسالة ماجستير غير منشورة، (القاهرة: كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٠٠٦) .
- (٢٢) الرجبي ، محمد تيسير عبد الحكيم، استخدام النسب المالية في التنبؤ بفشل الشركات المساهمة العامة الأردنية باستخدام التحليل التمييزي وتحليل اللوجت، (الكويت: المجلة العربية للعلوم الإدارية، ٢٠٠٦، ص ص ١٤٩ : ١٧٣) .





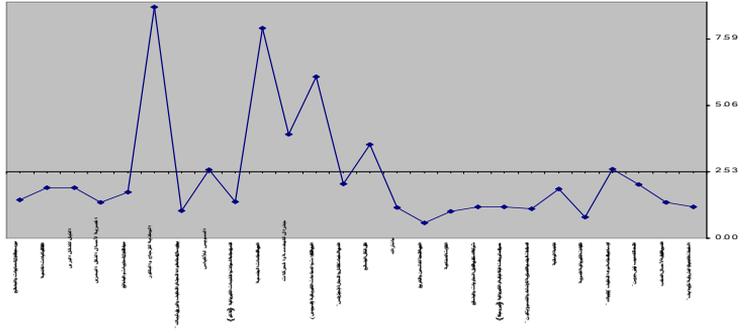


أساليب إدارة مخاطر العسر المالي .. دراسة تطبيقية

د/ أحمد فهمي أبو القمصان

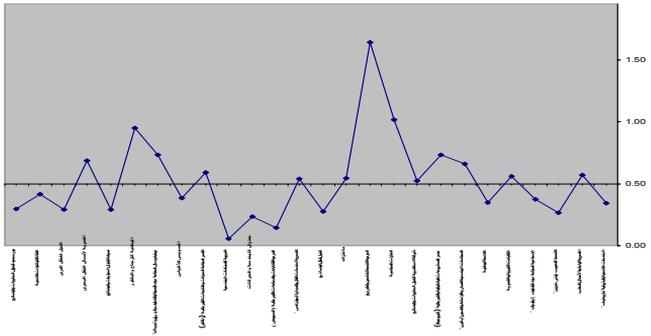
ملحق رقم (١)

متوسط نسبة التداول لشركات الدراسة خلال الفترة من ٢٠٠٢ وحتى ٢٠٠٧



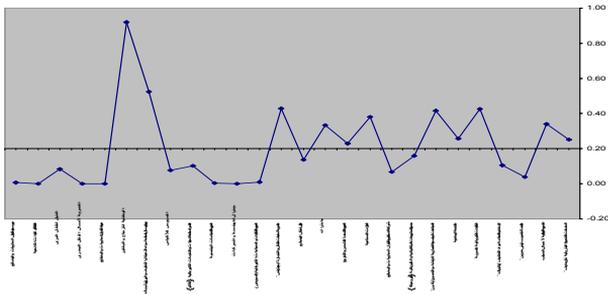
ملحق رقم (٢)

متوسط معدل التمويل بالديون لشركات الدراسة خلال الفترة من ٢٠٠٢ وحتى ٢٠٠٧



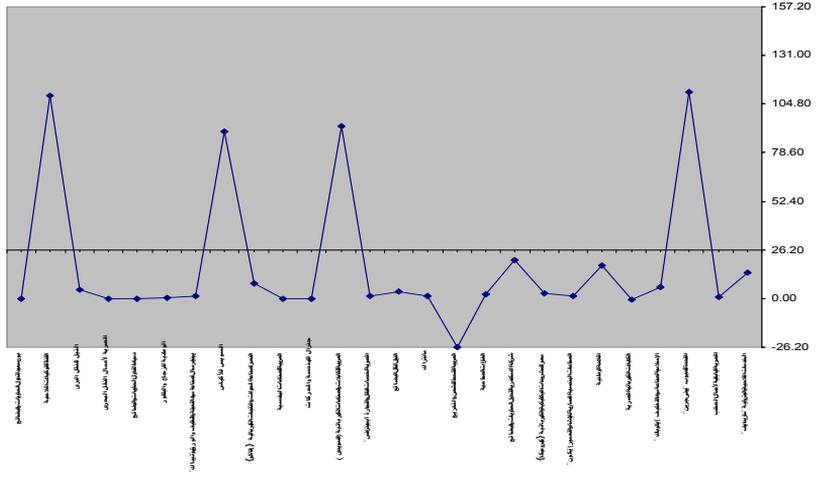
ملحق رقم (٣)

متوسط نسبة هيكل رأس المال لشركات الدراسة خلال الفترة من ٢٠٠٢ وحتى ٢٠٠٧



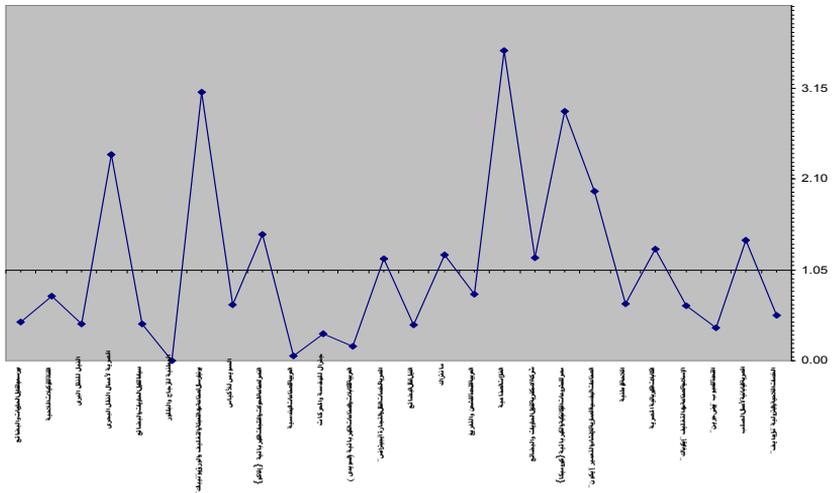
ملحق رقم (٤)

متوسط مؤشر عدد مرات تغطية الفوائد بالأرباح لشركات الدراسة خلال الفترة من ٢٠٠٢ وحتى ٢٠٠٧



ملحق رقم (٥)

متوسط نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية لشركات الدراسة خلال الفترة من ٢٠٠٢ وحتى ٢٠٠٧



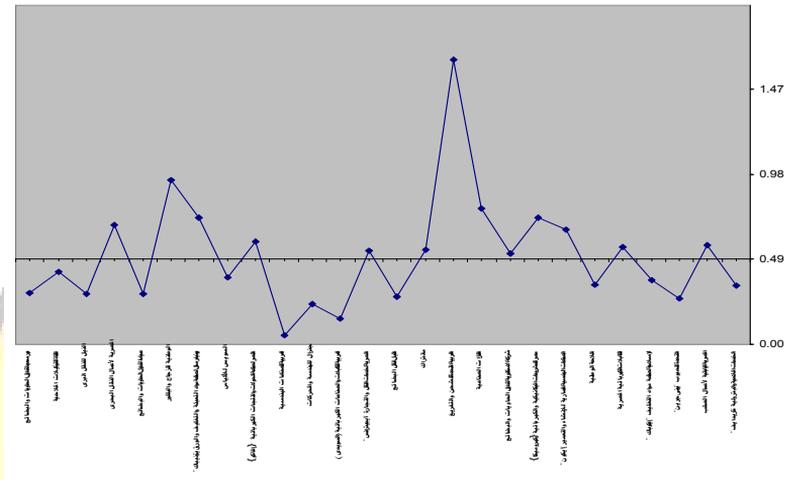
المصدر: نتائج التحليل المالي لبيانات الدراسة الاستطلاعية

أساليب إدارة مخاطر العسر المالي .. دراسة تطبيقية

د/ أحمد فهمي أبو القمصان

ملحق رقم (٦)

متوسط الرافعة المالية لشركات الدراسة خلال الفترة من ٢٠٠٢ وحتى ٢٠٠٧



ملحق رقم (٧)

متوسط معدل العائد على الاستثمار لشركات الدراسة خلال الفترة من ٢٠٠٢ وحتى ٢٠٠٧

