أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسات، دراسة تطبيقية على عينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي لسنة 2012

أ.د/. قدي عبد المجيد، جامعة الجزائر 3، الجزائر.
حمادة أمينة، أستاذة مساعدة صنف "أ"،
جامعة طاهري محمد، بشار، الجزائر.

المستخلص:

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسات. وقد استوفت العينة خمسون مؤسسة صناعية مدرجة في سوق عمان المالي خلال سنة 2012. وقد استخدم نموذج الانحدار الخطي المتعدد لدراسة العلاقة بين المتغير التابع الذي يمثل الأداء المالي والمتغيرات المستقلة التي تمثل : هيكل رأس المال، معدل الضريبة على ربح المؤسسة، نمو المؤسسة وحجمها. وأشارت النتائج التطبيقية إلى وجود علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية بين الأداء المالي وهيكل رأس مال المؤسسات وهذا يشير إلى أن الاستخدام المكثف للديون يؤثر سلبا على الأداء المالي للمؤسسات، الأمر الذي يعني أن هذه المؤسسات غير قادرة على تحقيق الفوائد المرجوة من استخدام الدين. كما أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية بين الأداء المالي ونمو المؤسسات، لكن العلاقة بين معدل الضريبة وحجم الشركة مع الأداء المالي ليست ذات دلالة إحصائية.

الكلمات المفتاحية:

هيكل رأس المال، الأداء المالي، الضريبة على ربح المؤسسة، نمو المؤسسة، حجم المؤسسة.

Abstract:

This study aimed to investigate the effect of capital structure on the financial performance of companies. It has sampled fifty industrial companies listed in Amman Stock Exchange for the year of 2012. We used a multiple linear regression model to examine the relationship between dependent variable which is the financial performance and independent variables which are : capital structure, tax rate on company benefits growth of the company and it's size. Empirical findings indicated existence of negative and significant relationship between financial performance and capital structure of companies ; this indicates that extensive use of debt affect negatively the financial performance of companies, which means that these companies are not able to realize the benefit of using debt. Also the results show a significant positive relationship between financial performance and growth of companies, but the relationship between tax rate and company's size with financial performance is not significant.

Key words:

Capital structure, Financial performance, tax on company benefits, company growth, company size.

مقدمة:

تهدف الإدارة المالية لأي مؤسسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الاستراتيجية، ولعل أهم هذه الأهداف هو تحسين الأداء المالي للمؤسسة من خلال رفع قيمتها أي تعظيم ثروة المالكين وكذلك تعظيم ربحيتها.

ولتحقيق هذه الأهداف تقوم إدارة المؤسسة باتخاذ جملة من القرارات المالية، أهمها قرار الاستثمار والذي يتعلق بهيكل استثمارات المؤسسة ما بين استثمارات قصيرة الأجل وأخرى طويلة الأجل، وقرار التمويل الذي يتعلق بالهيكل المالي[1] للمؤسسة أي ذلك المزيج من أموال الملكية (Equity Financing) وأموال الاقتراض (Debt Financing).

فإذا كان لهيكل رأس المال أثر على قيمة المؤسسة وربحيتها، فإن ذلك يكون من خلال تأثيره إما على التدفقات النقدية المتوقعة أو على تكلفة التمويل أو كليهما. فمن جهة، إن اشتمال هيكل رأس مال المؤسسة على أموال مقترضة من شأنه تحقيق وفورات ضريبية تؤدي إلى زيادة التدفقات النقدية، وبالتالي الإسهام في رفع قيمة المؤسسة، في هذه الحالة يكون من مصلحة المؤسسة تمويل أصولها باستخدام الديون، لكن نسبة مديونية كبيرة تكون مصحوبة في الغالب بخطر العسر المالي أو الإفلاس. ومن جهة أخرى، تتحمل المؤسسة باختلاف نمط التمويل فيها مجموعة من التكاليف، سواء تكاليف الاقتراض أو تكاليف الأموال الخاصة أو كليهما وهو ما يعبر عنه بتكلفة رأس المال. وعليه يبقى على المؤسسة اختيار هيكل رأس مالها، ويبقى السؤال المطروح : كيف يؤثر هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة وربحيتها (أداؤها المالي)، وهل يوجد هيكل مالي مثالي ؟

شكلت الإجابة على هذا السؤال محور العديد من الدراسات في مجال الإدارة المالية، وطورت عدة نظرت حاولت إيجاد التركيبة المثلى لهيكل رأس المال، وقد جاءت أولى هذه النظريات على يد كل من (Modigliani & Miller, 1958).

إشكالية الدراسة:

تحاول المؤسسات عند اتخاذ قرار التمويل إيجاد التوليفة المثلى من الأموال الخاصة وأموال الاستدانة التي تسمح بتحقيق أهدافها التي من بينها تعظيم قيمة المؤسسة وزيادة ربحيتها بمعنى تحسين أدائها المالي، إلا أن هناك مشكلة في تحديد هذه التوليفة

فاستخدام الديون في هيكل رأس مال المؤسسة يحقق لها وفر ضريبي كون فائدة الاقتراض تقتطع قبل الضريبة، لكن الاعتماد على الديون بشكل كبير يرافقه إمكانية وقوع المؤسسة في خطر العسر المالي، كما أن اشتمال هيكل رأس المال على هذين المصدرين يحمل المؤسسة مجموعة من التكاليف تشكل تكلفة رأس المال.

من هنا تحاول هذه الدراسة الإجابة على السؤال التالي: كيف يؤثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسات الصناعية الأردنية؟

فرضيات الدراسة:

1. توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال والأداء المالي للمؤسسة.
2. توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الضريبة والأداء المالي للمؤسسة.
3. توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل النمو والأداء المالي للمؤسسة.
4. توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة والأداء المالي لها.

01 نظريات هيكل رأس المال:

1.1 نظرية (Modigliani & Miller, 1958): تم نشر نظرية مودغلياني وميلر عام 1958 والتي حازا بموجبها على جائزة نوبل للاقتصاد، وهذه النظرية كانت ولا تزال موضوع جدل ونقاش بين المهتمين في الإدارة المالية حيث برهنت هذه النظرية تحت مجموعة من الافتراضات أن قيمة المؤسسة تزداد بشكل مستمر (في حالة وجود الضرائب على أرباح المؤسسات) كلما زادت نسبة الدين، وذلك بسبب إمكانية تحقيق وفر ضريبي بسبب أن الفوائد المدفوعة على الدين تسجل نفقات مقبولة ضريبيا وبالتالي تؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال ومنه تحقيق قيمة أعلى للسهم في السوق، وقد أكدت النظرية أنه في ظل غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بهيكل التمويل أي بتغيرات نسبة الرافعة المالية ولذلك أكدت النظرية على عدم وجود هيكل تمويل أمثل.[2]

استندت هذه النظرية إلى جملة من الفروض، وهي:[3]

- تتصف سوق رأس المال بالكمال (سوق كفء)، مما يعني عدم وجود عمولات وساطة (المعلومات متاحة للجميع دون عمولة) ؛

- عدم وجود ضرائب، عدم وجود تكلفة للصفقات، وأن المستثمرين يمكنهم الاقتراض بمعدل الفائدة نفسه.
- التوقعات متماثلة بالنسبة للمستثمرين .
- عدم وجود خطر الإفلاس .
- يمكن للأشخاص والمؤسسات الإقراض والاقتراض بدون حدود وبمعدل بدون خطر.
- توزع المؤسسات كل أرباحها، وذلك بهدف تجنب التفاعل بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال.

اعتمد الباحثان في تفسيرهما لهذه النظرية على حالتين هما: حالة وجود الجباية وحالة عدم وجودها.

1.1.1 حالة عدم وجود الجباية :

تكتب الصيغة العامة لأثر الرافعة بالشكل التالي:[4]

$$Rf = kcp = Re + (Re - i)\frac{D}{CP} \quad \ldots\ldots\ldots (1)$$

بحيث :

Rf : معدل مردودية الأموال الخاصة المفروض من طرف المساهمين، وبالتالي فهي عبارة عن تكلفة الأموال الخاصة kcp.

Re : نتيجة الاستغلال (النتيجة قبل المصاريف المالية).

i : تكلفة الاستدانة بعد الاقتصاد في الضريبة.

D : قيمة الديون.

CP : قيمة الأموال الخاصة.

فعلما أن :[5]

$$CMP = Rf\,[CP/(CP + D)] + i\,[D/(CP + D)] \quad \ldots\ldots\ldots (2)$$

بحيث :

CMP : تكلفة رأس المال.

بتعويض قيمة Rf في المعادلة (2) نجد : CMP = Re

وعليه، فإن تكلفة رأس المال عبارة عن معدل المردودية الاقتصادية الأدنى المفروض، فهي إذن مستقلة عن هيكل رأس المال فتوصل الباحثان إلى أن زيادة الديون في هيكل رأس المال يؤدي إلى :

- انخفاض تكلفة الأموال المرجحة بسبب رخص تكلفة القروض ؛
- زيادة تكلفة الملكية (الأموال الخاصة) تكون بالقدر الذي تتلاشى معه ميزة رخص تكلفة القروض بحيث تظل تكلفة الأموال المرجحة في التحليل النهائي ثابتة، ومن ثم لا تتأثر قيمة المؤسسة بتغير حجم الديون في ظل افتراضات السوق التام. وهذا ما أدى فعلا إلى استخلاص النتيجة التي مفادها أنه: " لا يؤثر هيكل رأس مال المؤسسة على قيمتها، كما أن التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال ثابتة مهما كانت طبيعة هيكل رأس المال ".

2.1.1 حالة وجود الجباية :

قام مودغلياني وميلر بتصحيح نظريتهما آخذين في الاعتبار الضرائب وهذا من خلال البحث الذي قدماه تحت عنوان: " ضرائب دخل المؤسسة وكلفة رأس المال سنة 1963 "، واعتبرا فيه أن الفرق بين قيمة المؤسسة التي تستخدم التمويل المقترض في هيكل رأسمالها مع قيمة المؤسسة التي تعتمد على التمويل الممتلك هو في القيمة الحالية للوفورات الضريبية.[6]

2.1 نظرية الإشارة أو الاستدلال :

تعتبر نظرية الإشارة حالة خاصة لعدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية للمؤسسة وأطرافها الخارجية، أي بين الإدارة والمستثمرين الآخرين (مساهمين ودائنين)، على افتراض أن الإدارة أعلم من الأطراف الأخرى بنوعية المؤسسة، مما يفرض عنها إنتاج وتبليغ المعلومة لفائدتهم، وهو ما يؤدي إلى نشأة تكاليف ناتجة عن تلك الإشارات المقدمة من طرف الإدارة للغير.

يعد G.Akeroff من أوائل الباحثين في مجال عدم تماثل المعلومات بالنسبة لسوق السيارات المستعملة سنة 1970 وتوالت بعد ذلك الدراسات المتعلقة بهذا المجال، كدراسة M. Spence في 1974 بالنسبة لسوق العمل، لتطبق حالة عدم تماثل المعلومات على هيكل رأس المال للمؤسسة من خلال دراسة Lelland and Pyle سنة 1977، وكذا دراسة Ross سنة 1977.[7]

نحاول هنا استعراض نموذج كل من Ross، Lelland and Pyle[8] فلقد قدم Ross (1977) نموذجاً يعد الأساس في استخدام هيكل رأس المال كمؤشر عن المعلومات الداخلية المتوفرة وغير المتاحة للمستثمرين الخارجين، حيث يفترض ثبات قرار الاستثمار وأن المسيرين على علم بشكل توزيعات الأرباح المستقبلية بخلاف المستثمرين، وأن المسيرين (المديرين) يكافؤون إذا كان تقييم السوق للأوراق المالية للمؤسسة بأعلى من قيمتها الحقيقية بيد أنهم يعاقبون من قبل سوق رأس المال إذا ما تعرضت المؤسسة للإفلاس.

وبالتالي يستخدم المسيرون حسب هذه النظرية الديون لإرسال إشارة إلى السوق المالي تخص نوعية المؤسسة، حيث ينظر المستثمرون للمستويات المرتفعة للديون كمؤشر عن ارتفاع أداء المؤسسة، بمعنى آخر إذا أراد المسيرون التدليل على ارتفاع مردودية مؤسستهم فعليهم الحصول على المزيد من الديون، ومن شأن هذه العملية رفع القيمة السوقية للمؤسسة (تأثير ايجابي على أسعار الأسهم).

ولما كانت المؤسسات الأحسن أداء ترتفع فيها التكاليف الحدية المتوقعة للإفلاس عند أي مستوى للديون، فإن مسيري المؤسسات الأقل أداء لا يستطيعون تقليد المؤسسات الأحسن أداء بالحصول على المزيد من الديون، ومن ثم خلص Ross إلى وجود علاقة ارتباط إيجابية بين قيمة المؤسسة ونسبة الاستدانة في الهيكل المالي وكذلك وجود علاقة ارتباط إيجابية بين كل من قيمة المؤسسة ومستوى الديون واحتمال تعرض المؤسسة للإفلاس وأن أهمية تكاليف الإفلاس من شأنها تخفيض مستوى الديون.

اقترح Lelland and Pyle (1977) نموذجا للإشارات يقوم على أساس أن التغيرات في نسبة ملكية المديرين أو المسيرين للأسهم العادية للمؤسسة تعكس التغيرات في القيمة السوقية

للمؤسسة، وتفسير ذلك أن المستثمرين في السوق المالي يدركون أن المسيرين يعلمون جيدا التدفقات النقدية المستقبلية، ومن منظور التنويع فإن المسيرين الذين لا يرغبون في تحمل المخاطر يكون مكلفا لهم الاحتفاظ بنسبة عالية من الأسهم العادية للمؤسسة.

وبالتالي يحتفظ المسيرون بنسبة كبيرة من الأسهم إذا كانوا فقط يتوقعون تدفقات نقدية عالية بالنسبة للقيمة السوقية للمؤسسة، ولذلك فإن المستثمر الرشيد يعتبر ملكية المسيرين (المديرين) من الأسهم كمؤشر على المردودية المستقبلية للمؤسسة وعليه حسب هذا النموذج فإن اللجوء إلى الاستدانة والاحتفاظ بنسبة ملكية عالية من الأسهم (عدم إصدار المزيد من الأسهم) يكون كدليل على أن المؤسسة ذات مردودية عالية، أي أن هناك علاقة ارتباط إيجابية بين مردودية المؤسسة ومستوى الديون بهيكل رأس المال.

3.1 نظرية التوازن :

تنطلق هذه النظرية من أعمال Myers (1984)، وقد عرفت مرحلتين في إعدادها، المرحلة الأولى أو ما يعرف بـ Trade-off statique حيث تم إدخال أثر تكلفة الإفلاس على نموذج مودغلياني وميلر، والمرحلة الثانية والتي عرفت تعديلا على هذا النموذج أخذا في الاعتبار تكلفة الوكالة.[9]

***1.3.1* تكلفة الإفلاس :**

لقد استبعد مودغلياني وميلر من تحليلهما مخاطر الإفلاس المترتبة عن الاستدانة، وعلى إثر المقال التصحيحي لهما المتعلق بإيضاح الأثر الضريبي للفوائد على قيمة المؤسسة، قام العديد من الباحثين بإسقاط افتراض أن الديون خالية من الخطر، وبالتالي أصبح هناك احتمال لظهور تكلفة الإفلاس كأثر سلبي للاستدانة.[10]

ويمكن اعتبار الإفلاس بأنه الوضعية التشريعية المتعلقة بإعلان التصفية لأصول المؤسسة بسبب عدم قدرتها على تسوية التزاماتها تجاه المقرضين. أما تكاليف الإفلاس فهي إجمالي التكاليف التي تتحملها المؤسسة قبل وبعد إعلان التصفية، والتي تساعد على التأثير السلبي على قيمة المؤسسة، كونها ترتبط بمعدل العائد على حقوق الملكية. ويرتبط هذا الأخير بالنتائج التي تحققها المؤسسة، فانخفاض النتيجة بسبب ارتفاع تكاليف

الإفلاس هو السبب الرئيسي في انخفاض قيمة المؤسسة في هذه الحالة. إذن يطلق مختلف نتائج التخوفات من احتمال تحقق الإفلاس والتكاليف المرتبطة بالتصفية تسمية تكاليف الإفلاس.[11]

ليس لعملية الاقتراض دائما نفس الإيجابيات، فعند بلوغ نسبة الاقتراض حدا معينا في هيكل رأس مال المؤسسة تصل معها المؤسسة إلى إمكانية الإفلاس، ويترتب عن مخاطر الإفلاس هذه زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وسندات المؤسسة، وهو ما يعني ارتفاع تكلفة الأموال، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، فعملية الإفلاس تنطوي على العديد من التكاليف، منها تكاليف مباشرة مثل المصاريف الإدارية، وتكاليف إضافية مثل ارتفاع تكاليف القروض، فقدان الثقة بالمؤسسة، ضرورة بيع بعض أصول المؤسسة من أجل تغطية رأس المال العامل، وهو ما يؤدي إلى حدوث اضطرابات مالية لها تكلفة تفوق الفوائد المادية التي تعود من وراء الاقتراض.[12]

وباعتبار أن Va(F) هي القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس، فإن قيمة المؤسسة المقترضة تتخذ الصيغة الرياضية التالية :

$$Vt = Vu + TD - Va(F)$$

حيث أن :

Va(F) : القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس.

Vt : قيمة المؤسسة المقترضة.

Vu : قيمة المؤسسة غير المقترضة.

TD : القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

وعليه فإن زيادة نسبة الاقتراض تترك أثرا عكسيا على القيمة السوقية للمؤسسة بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية وعليه تتحدد نسبة الاقتراض المثالية في هذه الحالة بالنقطة التي تكون عندها تكلفة الإفلاس في حدها الأدنى، وقيمة المؤسسة في حدها الأقصى.[13]

2.3.1 تكاليف الوكالة :

تقوم نظرية الوكالة على اعتبار العلاقات بين المتدخلين في المؤسسة ممثلة في شكل عقود بين المسيرين والمساهمين، فهي بذلك تحاول تقديم خصائص التعاقد الأمثل التي

يمكن أن تكون بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على مبدأ النيوكلاسيك الذي مفاده أن كل عون اقتصادي يبحث على تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة.

ووفقا لهذه النظرية، فإن تعدد أهداف الأطراف المتدخلة في المؤسسة، والتي قد تكون متناقضة في أغلب الأحيان خاصة بالنسبة للمسيرين والمساهمين من جهة وذلك في حالة انفصال الملكية عن التسيير، أو بالنسبة للمقرضين والمساهمين من جهة أخرى، وهذا ما ينجر عنه تكاليف تعرف بتكاليف الوكالة.[14]

ينص عقد الإقراض على ضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ أي إجراءات تتعلق بشراء أصول جديدة، أو إجراء توزيعات أو رفع مرتبات المديرين. وحتى يتأكد المقرضون من أن الإدارة لم تخل بشروط التعاقد، يصبح من الضروري القيام بمتابعة ما يجري داخل المؤسسة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم، ومن ثم يتحمل المقرضون بعض التكاليف في سبيل ذلك، أو يقوم المقرضون من البداية برفع معدل الفائدة على القروض، ويطلق على التكاليف التي يتكبدها المقرضون من أجل عملية المتابعة تكاليف الوكالة. ففي عام 1976 أسقط كل من Jensen & Meckling افتراض تماثل دالة الهدف لكل من الملاك والدائنين، حيث أثبتا أن هناك تكلفة وكالة للديون تلعب دورا هاما في قرار التمويل وبظهور هذه التكلفة أصبح هيكل رأس المال الأمثل يتحدد بتوازن الوفر الضريبي للفوائد مع كل من تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس معا.

وكما هو الشأن في تكاليف الإفلاس، فإن المقرضين عادة ما ينقلون تكلفة الوكالة إلى الملاك، وهذا برفع معدل الفائدة على الأموال التي يقرضونها، مما يؤدي بالملاك أيضا إلى رفع معدل العائد الذي يطلبونه على الاستثمار، والنتيجة هي ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

وباعتبار أن Va(A) هي القيمة الحالية لتكاليف الوكالة، فإن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الوكالة، وتتحدد على النحو الذي توضحه المعادلة:

$$Vt = Vu + TD + Va(F) - Va(A)$$

2. **الدراسات السابقة :**

تعرضت الكثير من الدراسات إلى معالجة أثر الهيكل المالي على أداء المؤسسات منها:

دراسة (Kaifeng, 2002) التي هدفت إلى معرفة أثر هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة عند مستويات مختلفة للنمو واشتملت عينة الدراسة على 127 شركة في Netherland، استخدم الباحث نسبة القيمة السوقية للأسهم إلى القيمة الدفترية للأسهم لحساب قيمة المؤسسة كعامل تابع، بينما استخدم نسبة الديون إلى مجموع الأصول، نسبة الضريبة، هامش الربح قبل الضريبة إلى المبيعات، حجم المؤسسة والمصروفات الرأسمالية إلى مجموع الأصول كعوامل مستقلة، وتم اختبار فرضيات الدراسة باستخدام الانحدار الخطي المتعدد وفق مرحلتين، الأولى خاصة بالمؤسسات قليلة النمو والثانية للمؤسسات عالية النمو، وقد أثبتت الدراسة وجود علاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال وقيمة المؤسسات قليلة النمو، أما بالنسبة للمؤسسات عالية النمو فكانت العلاقة ايجابية وليست ذات دلالة إحصائية.

وبحثت دراسة (إبراهيم الدمياطي، 2004) العلاقة بين التغير في هيكل رأس المال وقيمة المؤسسة عند ثلاثة مستويات للخطر النظامي، مرتفع، متوسط ومنخفض، واشتملت عينة الدراسة على 99 مؤسسة غير مالية مدرجة في السوق المالي المصري للفترة 1994-2001، وقسمت العينة إلى ثلاثة مجموعات، شركات ذات خطر نظامي مرتفع، شركات ذات خطر نظامي متوسط وشركات ذات خطر نظامي منخفض، وتم اختبار الفرضيات باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، حيث تم قياس قيمة الشركة بواسطة عدد الأسهم المتداولة مضروبة في سعر إغلاق السهم لحظة إعداد القائمة المالية كمتغير تابع، بينما استخدم التغير في هيكل رأس المال، التغير في ربحية الشركة، التغير في سيولة الشركة، نمو الشركة، حجم الشركة، إضافة إلى أربعة عشرة متغيرا آخرا مرتبط بنظريات هيكل رأس المال كمتغيرات مستقلة. أهم ما خلصت إليه الدراسة وجود علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية بين التغير في هيكل رأس المال وقيمة الشركة بالنسبة للشركات ذات الخطر النظامي المرتفع، بينما كانت العلاقة سلبية وليست ذات دلالة

إحصائية بالنسبة للشركات ذات الخطر النظامي المتوسط والمنخفض.

قام الباحث (Abbasali Pouraghajan, 2012) بإجراء دراسة تحت عنوان "The relationship between capital structure and firm performance evaluation measures : evidence from the Tehran Stock Exchange"، وهدفت الدراسة إلى اختبار أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق طهران المالي، واشتملت عينة الدراسة على 400 شركة صناعية خلال الفترة 2006-2010، وتم استخدام العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية كمقياسين للأداء المالي. خلصت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية وذات ذات إحصائية بين الهيكل المالي والأداء المالي، ووجود علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين معدل دوران الأصول، حجم الشركة مع الأداء المالي، في حين لم تكن العلاقة بين الهيكل المالي وعمر الشركة ذات دلالة إحصائية.

وتأسيسا على هذه الدراسات نسعى إلى محاولة اختبار العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للمؤسسات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي لسنة 2012.

3. دراسة تطبيقية لأثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة :

1.3. تقديم عينة الدراسة :

يتكون مجتمع الدراسة من جميع المؤسسات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي، أما عينة الدراسة فقد شملت خمسون مؤسسة (أنظر الملحق رقم 01) تم اختيارها بناءا على جملة من الاعتبارات، وهي :

- ألا تكون مؤسسة مالية (بنك، شركة تأمين...الخ).
- أن تتوفر التقارير والمعلومات المالية عن المؤسسة خلال سنة الدراسة 2012.
- أن لا تكون قامت بعميلة اندماج مع مؤسسة أخرى خلال سنة الدراسة.

2.3. إجراءات الدراسة:

قام الباحثان بجمع بيانات الدراسة من التقارير المالية السنوية للمؤسسات محل الدراسة من الموقع الالكتروني لسوق عمان المالي، وتم إدخال هذه البيانات الخام إلى الحاسوب باستخدام برنامج Excel، حيث تم حساب المتغير التابع والمتغيرات المستقلة،

بعدها تم استخدام طريقة نموذج الانحدار المتعدد لمعالجة المعطيات وتحليل النتائج واختبار العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة وذلك بالاستعانة ببرنامج Eviews.

3.3 التعريف بمتغيرات النموذج:

- **المتغير التابع:**

يمثل الأداء المالي (Financial Performance, FP) المتغير التابع لنموذج الدراسة، وقد تم استخدام نسبة من نسب الربحية لقياسه والمتمثلة في العائد على إجمالي الأصول، والذي يتم التعبير عنه بالعلاقة التالية: صافي الربح بعد الفوائد والضرائب مقسوما على إجمالي الأصول.

- **المتغيرات المستقلة:**

ليس من السهل الإلمام بكل المتغيرات المحددة لهيكل رأس المال، وبالتالي المؤثرة على الأداء المالي، وهذا ما يبرر عدم وجود نموذج مستقر يوضح شكل نهائي لهذه المتغيرات، وإن تم الاتفاق عليها نجد هناك اختلافا في طرق قياسها، وهذا راجع إلى الاختلاف في معطيات العينة والإطار الزمني والمكاني لها. قد عمدنا إلى اختيار المتغيرات التالية على أنها مستقلة:

- هيكل رأس المال (CS) : وتم استخدام النسبة التالية لقياسه :

نسبة الاقتراض إلى إجمالي الأصول = مجموع القروض / مجموع الأصول (Kaifeng, 2002)

- معدل الضريبة (T) : المعبر عنه بالعلاقة :

معدل الضريبة = (النتيجة قبل الضريبة – النتيجة الصافية) / النتيجة قبل الضريبة (Kaifeng, 2002)

- معدل النمو (G) : يقاس بالعلاقة التالية :

معدل النمو = (مجموع أصول السنة الحالية – مجموع أصول السنة الماضية) / مجموع أصول السنة الماضية (Carpentier,L'her and Suret, 2002)

- حجم المؤسسة (S) : يقاس بالعلاقة التالية :

حجم المؤسسة = لو (مجموع الأصول) (Kaifeng Chen, 2002 & Eldomiaty, 2004)

4.3. معالجة البيانات وتحليل نتائج الدراسة القياسية :

1.4.3 بناء النموذج :

على ضوء ما سبق يمكن صياغة العلاقة المتوقعة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة وفقا لطريقة الانحدار الخطي المتعدد Multiple Regression حسب النموذج التالي:

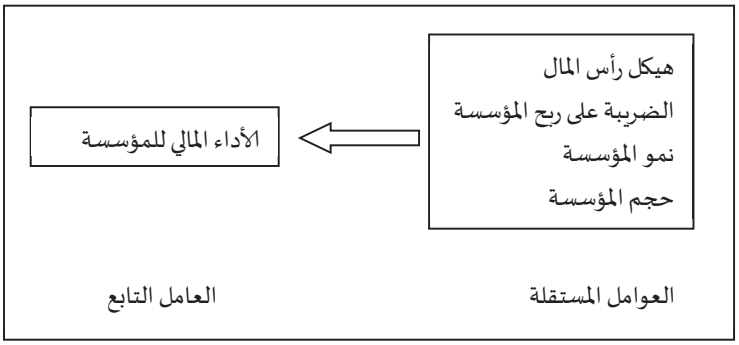
$$FP = a_0 + a_1 CS + a_2 T + a_3 G + a_4 S + \varepsilon$$

حيث : a_i : عبارة عن معلمات مجهولة يطلب تقديرها.

ε: الخطأ الذي يعكس تأثير متغيرات أخرى وهي متغيرات مفسرة مهملة لم يتضمنها النموذج، إضافة إلى الأخطاء الناتجة عن القياس.

ويمكن توضيح النموذج بيانيا كما يلي :

الشكل (1): توضيح بياني لنموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثين

2.4.3 اختبار النموذج :

لاختبار النموذج المقترح يتطلب إيجاد قيم تقديرية للمعلمات a_4، a_3، a_2، a_1، a_0، وبذلك تم الاعتماد على برنامج Eviews وتم التوصل إلى النتائج التالية :

الجدول (01) : نتائج تحليل الانحدار المتعدد لاختبار النموذج

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CS	-0.217933	0.057914	-3.763032	0.0005
T	0.087337	0.082692	1.056165	0.2965
G	0.212976	0.045953	4.634655	0.0000
S	0.001591	0.008676	0.183400	0.8553
C	0.047270	0.145155	0.325649	0.7462
R-squared	0.431672	Mean dependent var		0.010935
Adjusted R-squared	0.381154	S.D. dependent var		0.103749
S.E. of regression	0.081616	Akaike info criterion		-2.078943
Sum squared resid	0.299753	Schwarz criterion		-1.887740
Log likelihood	56.97357	Hannan-Quinn criter.		-2.006132
F-statistic	8.544921	Durbin-Watson stat		1.762565
Prob(F-statistic)	0.000032			

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Eviews.

1.2.4.3 تشخيص النموذج :

تتطلب عملية تقدير المعلمات إجراء في بداية الأمر تشخيص مشاكل تقدير النموذج محل الدراسة كمرحلة للحصول على نتائج تكون ذات دلالة إحصائية دقيقة، والتي تتعلق بإمكانيات إسقاط إحدى الفرضيات الكلاسيكية لنموذج الانحدار الخطي المتعدد.

- اختبار وجود مشكلة التعدد الخطي :

- اختبار Farrar & Glauber :

أولا : حساب محدد " D " مصفوفة الارتباط البسيط ($r_{xi, xj}$) بين المتغيرات المستقلة.

$$D= \begin{vmatrix} 1 & -0.20705 & 0.12268 & -0.03835 \\ -0.20705 & 1 & -0.17279 & 0.21438 \\ 0.12268 & -0.17279 & 1 & -0.00110 \\ -0.03835 & 0.21438 & -0.00110 & 1 \end{vmatrix}$$

D= 0.8774

ثانيا : إجراء اختبار χ^2 (Chi-deux) على الفرضيتين :

$$\begin{cases} H0: D = 1 & \text{(عدم وجود تعدد خطي)} \\ H1: D < 1 & \text{(وجود تعدد خطي)} \end{cases}$$

وتعطى قيمة (Chi-deux) المحسوبة من خلال العلاقة التالية :

$$^{*}\chi^2 = -\left[n-1-1/6(2k+5)\right]\cdot \ln D$$

$$^{*}\chi^2 = - [50- 1- 1/6(5+5)].(-0,131)$$

$$^{*}\chi^2 = 6,200$$

ولدينا χ^2 الجدولية (بدرجة حرية $\frac{1}{2}K(K-1) = 10$) تساوي 29,06.

بما أن : $\chi^2 < {}^{*}\chi^2$ فإننا نقبل H_0، مما يعني عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي على مستوى النموذج المقترح.

- اختبار Klein :

يرتكز على مقارنة معامل التحديد R^2_y المتحصل عليه من نموذج الانحدار المتعدد مع معاملات الارتباط البسيطة $r^2_{xi, xj}$.

من خلال النتائج المتحصل عليها من برنامج Eviews فإن :

$R^2=0.43$

ولدينا مصفوفة معاملات الارتباط البسيط كالتالي:

CS	1.000	-0.207	0.123	-0.038
T	-0.207	1.000	-0.173	0.214
G	0.123	-0.173	1.000	-0.001
S	-0.038	0.214	-0.001	1.000

ومنه : $R^2y > r^2_{xi,xj}$

إذن : لا توجد علاقات للتعدد الخطي.

- اختبار وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء :

- اختبار Durbin & Watson :

حسب برنامج Eviews فإن قيمة إحصائية DW تساوي: DW =1.762565

تقارن هذه القيمة المحسوبة بقيمة DW الجدولية بـ : n=50 و k=4 ومستوى معنوية (α=0.05) فنحصل على:

$$\begin{cases} d_L=1.378 \\ d_U=1.721 \end{cases}$$

وبالتالي فإن : $DW > d_U$ أي $DW > 1.721$

ومنه يمكننا استنتاج عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء.

- *اختبار وجود مشكلة عدم ثبات التباين :*

- اختبار WHITE :

تظهر النتائج التي قدمها برنامج Eviews قيمة F المحسوبة كما يلي:

الجدول (02): نتائج اختبار WHITE

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	23.14013	Prob. F(14,35)	0.0000
Obs*R-squared	45.12483	Prob. Chi-Square(14)	0.0000
Scaled explained SS	68.39677	Prob. Chi-Square(14)	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Eviews.

أما قيمة F الجدولية 2.79 و بما أن : $F^* > F_{(\alpha,p-1,n-p)}$ فهناك وجود لمشكلة عدم تجانس تباين الخطأ.

2.2.4.3 دراسة النموذج المصحح :

بغية تصحيح النموذج من مشكلة عدم ثبات تجانس التباين فإن برنامج Eviews يقترح مقدر White الذي يسمح بإعطاء تباينات وتغايرات (Covariance) غير متحيزة للمعلمات المقدرة- وهو ما يسمح بتجاوز هذه المشكلة- و يعرف هذا المقدر كما يلي :

$$\hat{\Sigma}w = \frac{T}{T-k}(x'x)^{-1}\left(\sum_{t=1}^{T} u_t^2 x_t x'_t\right)(x'x)^{-1}$$ بحيث :

T : عدد المشاهدات.

k : عدد المتغيرات.

u : البواقي بطريقة المربعات الصغرى.

وبعد هذه الخطوة التصحيحية للنموذج تم الحصول على النتائج التالية :

الجدول (03) : نتائج تحليل الانحدار المتعدد لاختبار النموذج المصحح

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CS	-0.217933	0.098044	-2.222815	0.0313
T	0.087337	0.059710	1.462691	0.1505
G	0.212976	0.086018	2.475935	0.0171
S	0.001591	0.011412	0.139433	0.8897
C	0.047270	0.189918	0.248895	0.8046

R-squared	0.431672	Mean dependent var	0.010935
Adjusted R-squared	0.381154	S.D. dependent var	0.103749
S.E. of regression	0.081616	Akaike info criterion	-2.078943
Sum squared resid	0.299753	Schwarz criterion	-1.887740
Log likelihood	56.97357	Hannan-Quinn criter.	-2.006132
F-statistic	8.544921	Durbin-Watson stat	1.762565
Prob(F-statistic)	0.000032		

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Eviews.

ومنه يمكن صياغة نموذج الانحدار الخطي المتعدد المقدر على النحو التالي :

$$FP = 0.047 - 0.217*CS + 0.087*T + 0.212*G + 0.001*S$$

3.4.3 دراسة معنوية المعالم المقدرة (a_i) :

- اختبار معنوية a_0 : كون احتمال إحصائية t أكبر على مستوى المعنوية 0.05 فإن a_0 ليس لها دلالة إحصائية، وبالتالي نقبل فرضية العدم.
- اختبار معنوية a_1 : كون احتمال إحصائية t أقل من مستوى المعنوية 0.05 فإن a_1 ذات دلالة إحصائية، وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود تأثير لهيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة.
- اختبار معنوية a_2 : كون احتمال إحصائية t أكبر من مستوى المعنوية 0.05 فإن a_2 ليس لها دلالة إحصائية، وبالتالي نقبل فرضية العدم والتي تنص على عدم وجود علاقة تأثير لمعدل الضريبة على الأداء المالي للمؤسسة.
- اختبار معنوية a_3 : كون احتمال إحصائية t أقل من مستوى المعنوية 0.05 فإن a_3 ذات دلالة إحصائية، وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة والتي تنص على وجود تأثير لمعدل النمو على الأداء المالي للمؤسسة.
- اختبار معنوية a_4 : كون احتمال إحصائية t أكبر من مستوى المعنوية 0.05 فإن a_4 ليس لها دلالة إحصائية، وبالتالي نقبل فرضية العدم والتي تنص على عدم وجود تأثير لحجم المؤسسة على الأداء المالي لها.

4.4.3 دراسة المعنوية الكلية للنموذج :

هنا يتم اختبار الفرضيتين:

$$\begin{cases} H_0 : a_0 = a_1 = a_2 = \cdots = 0 \\ H_1 : a_1 \neq a_1 \neq a_2 \neq \cdots \neq 0 \end{cases}$$

الجدول (04): نتائج اختبار فيشر للنموذج الكلي

F-statistic	8.544921
Prob(F-statistic)	0.000032

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Eviews.

حسب النتائج المحصل عليها من برنامج Eviews فإن احتمال إحصائية F المحسوبة أقل من مستوى المعنوية 0.05 وبالتالي نقبل الفرضية البديلة، ومنه فإن النموذج ذو معنوية إحصائية.

5.4.3 تحليل النتائج واختبار الفرضيات :

مما سبق يمكن استخلاص النتائج التالية :

- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال والأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى، والإشارة السالبة للمعلمة دلالة على العلاقة العكسية الموجودة بين المتغيرين بمعنى أنه كلما زاد اعتماد المؤسسة على الاقتراض كلما قل أداؤها المالي معبرا عنه بالربحية والعكس صحيح، ويمكن تفسير ذلك بأن المؤسسات التي لها نسبة مديونية كبيرة ناتجة عن الاقتراض سوف ينتج عن ذلك تكاليف مالية تؤدي إلى تخفيض الربح الصافي للمؤسسة، وبالتالي تخفيض العائد على الأصول أي أن تكلفة الاقتراض سوف تكون أكبر من منافعه، وبالتالي قد يكون على المؤسسة تمويل نفسها ذاتيا.

هذه النتيجة تتوافق مع عديد من الدراسات مثل دراسة (منير محمود عباد، 2004) ودراسة (Pouraghajan, 2012 Abbasali).

فإذا كان لهيكل المالي أثر ايجابي على قيمة المؤسسة في حالة وجود الضريبة حسب نظرية مودغلياني وميلر وحسب Ross فإن له أثرا سلبيا على ربحية المؤسسات حسب الدراسة الحالية.

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الضريبة والأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة، وهذا ما ينفي صحة الفرضية الثانية.
- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل النمو والأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة، والإشارة الموجبة للمعلمة دلالة على العلاقة الطردية بين المتغيرين، بمعنى أنه كلما ارتفع معدل نمو المؤسسة أي كلما زادت أصولها كلما ارتفعت ربحيتها والعكس بالعكس. تتوافق هذه النتيجة كذلك مع دراسة (Abbasali Pouraghajan, 2012).
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة والأداء المالي لها، وهذا ما ينفي صحة الفرضية الرابعة.

الخاتمة :

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسات. وقد استوفت العينة خمسون مؤسسة صناعية مدرجة في سوق عمان المالي خلال سنة 2012. وقد استخدم نموذج الانحدار الخطي المتعدد لدراسة العلاقة بين المتغير التابع الذي يمثل الأداء المالي والمتغيرات المستقلة التي تمثل : هيكل رأس المال، معدل الضريبة، نمو المؤسسة وحجم المؤسسة.

وأشارت النتائج التطبيقية إلى وجود علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال والأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة، بمعنى أنه كلما زاد اعتماد المؤسسة على الاقتراض كلما قل أداؤها المالي معبرا عنه بالربحية والعكس صحيح، ويمكن تفسير ذلك بأن المؤسسات التي لها نسبة مديونية كبيرة ناتجة عن الاقتراض سوف ينتج عن ذلك تكاليف مالية تؤدي إلى تخفيض الربح الصافي للمؤسسة، وبالتالي تخفيض العائد على الأصول، أي أن تكلفة الاقتراض سوف تكون أكبر من منافعه وبالتالي قد يكون على المؤسسة تمويل نفسها ذاتيا. هذه النتيجة تتوافق مع عديد من الدراسات مثل دراسة (منير محمود عباد 2004) ودراسة (Pouraghajan, Abbasali, 2012)، في حين تختلف مع نظرية مودغلياني وميلر (1963) في حالة وجود الضريبة وكذلك مع نموذج (Ross, 1977). كما أثبتت الدراسة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل النمو والأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة، بمعنى أنه كلما ارتفع معدل نمو المؤسسة أي كلما زادت أصولها كلما ارتفعت ربحيتها والعكس بالعكس. تتوافق هذه النتيجة كذلك مع دراسة (Abbasali Pouraghajan, 2012). في حين كانت العلاقة بين معدل الضريبة وحجم المؤسسة مع الأداء المالي ليست ذات دلالة إحصائية.

الملحق (01) : المؤسسات التي شملتها الدراسة.

(المؤسسة) C_n: Company

الرقم	المؤسسة	الرمز
1.	الصناعات الكيماوية الأردنية	C_1
2.	الموارد الصناعية الأردنية	C_2
3.	المتكاملة للمشاريع المتعددة	C_3
4.	الصناعية التجارية الزراعية/الإنتاج	C_4
5.	الصناعات البتروكيماوية الوسيطة	C_5
6.	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية	C_6
7.	الوطنية لصناعة الكلورين	C_7
8.	العربية للصناعات الكهربائية	C_8
9.	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	C_9
10.	مصانع الكابلات المتحدة	C_{10}
11.	الأردنية للصناعة الخشبية	C_{11}
12.	الأردنية لصناعة الأنابيب	C_{12}
13.	الباطون الجاهز والتوريدات الإنشائية	C_{13}
14.	رم علاء الدين للصناعات الهندسية	C_{14}
15.	العربية لصناعة المواسير المعدنية	C_{15}
16.	الألبان الأردنية	C_{16}
17.	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	C_{17}
18.	مصانع الزيوت النباتية الأردنية	C_{18}
19.	المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	C_{19}
20.	العالمية الحديثة للزيوت النباتية	C_{20}
21.	القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية	C_{21}
22.	الوطنية للدواجن	C_{22}
23.	دار الغذاء	C_{23}
24.	مصانع الخزف الأردنية	C_{24}
25.	العامة للتعدين	C_{25}
26.	مناجم الفوسفات الأردنية	C_{26}
27.	البوتاس العربية	C_{27}
28.	العربية لصناعة الألمنيوم/ارال	C_{28}
29.	الدولية لصناعة السيليكا	C_{29}
30.	المتحدة لصناعة الحديد والصلب	C_{30}
31.	الوطنية لصناعة الألمنيوم	C_{31}
32.	الوطنية لصناعة الصلب	C_{32}
33.	حديد الأردن	C_{33}
34.	رخام الأردن	C_{34}
35.	مصانع الإسمنت الأردنية	C_{35}
36.	مصانع الورق والكرتون الأردنية	C_{36}
37.	اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي	C_{37}
38.	دار الدواء للتنمية والاستثمار	C_{38}
39.	الشرق الأوسط للصناعات الدوائية والكيميائية والمستلزمات الطبية	C_{39}
40.	الأردنية لإنتاج الأدوية	C_{40}
41.	الحياة للصناعات الدوائية	C_{41}

42.	المركز العربي للصناعات الدوائية	C_{42}
43.	فيلادلفيا لصناعة الأدوية	C_{43}
44.	الإقبال للطباعة والتغليف	C_{44}
45.	الإتحاد للصناعات المتطورة	C_{45}
46.	الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	C_{46}
47.	إتحاد النساجون العرب	C_{47}
48.	عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية	C_{48}
49.	الدباغة الأردنية	C_{49}
50.	الألبسة الأردنية	C_{50}

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الموقع الالكتروني لسوق عمان المالي : http://www.ase.com.jo/ar/node/1660

الملحق (02) : المعلومات المالية للمؤسسات التي شملتها الدراسة.

المؤسسة	صافي الربح (2012)	النتيجة الصافية قبل الضريبة (2012)	إجمالي الديون (2012)	إجمالي الأصول (2012)	إجمالي الأصول (2011)
C_1	44 428	51326	4485359	7369948	6973023
C_2	441216	586995	3249837	22372347	22130315
C_3	45007	63809	9041790	14642557	14159109
C_4	1981651	2069635	12737755	28905920	13485684
C_5	119927	157165	3595779	11850243	11480427
C_6	1695325	2419361	8658173	25624729	24465655
C_7	521832	716119	1989761	12638566	12061697
C_8	43313	43313	2806124	9103571	8615724
C_9	-2169010	-1919010	10680842	32455163	38251719
C_{10}	200331	204602	16412114	59171207	64933470
C_{11}	-583644	-576921	4241797	16689640	15623304
C_{12}	57076	57076	2330445	8033485	7668513
C_{13}	1254261	1535001	23274470	52231650	51309815
C_{14}	-593287	-593287	10727546	15255201	15783941
C_{15}	2018728	2464706	6540745	22369497	18198293
C_{16}	644032	691294	2315395	10100665	9200373
C_{17}	190502	190502	34917787	45570193	41094324
C_{18}	30001	30001	3428455	7935255	8508037
C_{19}	1225981	1263065	403803	24588252	20220454
C_{20}	377215	446839	1056050	9789840	11886643
C_{21}	1103875	880423	4083338	5477654	2768981
C_{22}	1653285	1869980	28860441	94589016	92168042
C_{23}	-6423484	-6611250	13856606	13882190	19336548
C_{24}	-1083004	-1071443	2254470	5806525	6879908
C_{25}	231987	302172	358130	3161686	3253452
C_{26}	132190000	152448000	215257000	993313000	911721000
C_{27}	198822000	228538000	119538000	1083453000	1223269000
C_{28}	553203	661651	4868061	16987704	16897783

المؤسسة	صافي الربح (2012)	النتيجة الصافية قبل الضريبة (2012)	إجمالي الديون (2012)	إجمالي الأصول (2012)	إجمالي الأصول (2011)
C_{29}	-163716	-163716	100498	2424625	2772835
C_{30}	986778	1249106	16492894	52563746	55006431
C_{31}	853313	879659	3374395	13229541	12470966
C_{32}	105701	109387	2281523	3579332	4456245
C_{33}	28662	122522	47164142	91593898	84484104
C_{34}	62254	72706	3910454	8397091	8075621
C_{35}	-21109508	-22390263	82092647	198493218	213962722
C_{36}	-980315	-1039331	10427188	17189616	18038114
C_{37}	133715	167524	411859	1519815	3314357
C_{38}	-3586931	-3535573	37718592	87503317	90284198
C_{39}	-973575	-973575	18634597	26102742	25260260
C_{40}	1858932	2117575	31280771	75854225	73464579
C_{41}	1714657	2045006	1613166	13818230	12521447
C_{42}	-734317	-727836	3080856	8540572	8495026
C_{43}	-532454	-532454	1404367	3658872	4245942
C_{44}	320496	401376	3360063	10004670	8808838
C_{45}	731733	924276	5644233	14169645	11768250
C_{46}	307283	307283	12888568	22479027	23212909
C_{47}	386356	524478	2228131	18875536	19774905
C_{48}	366019	366019	575510	1425239	920726
C_{49}	18586	18586	445293	1992905	1971619
C_{50}	-63175	-63175	3358071	6455539	5506156

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الموقع الالكتروني لسوق عمان المالي :
http://www.ase.com.jo/ar/node/1660

الملحق (03) : النسب المالية للمتغيرات محل الدراسة لسنة 2012.

المؤسسة	FP (الأداء المالي)	(هيكل رأس المال) CS	T (معدل الضريبة)	(معدل النمو) G	(حجم الشركة) S
C_1	0.006028265	0.608601173	0.134395823	0.056922944	15.81292121
C_2	0.019721489	0.145261335	0.248347942	0.010936672	16.92333625
C_3	0.003073712	0.617500755	0.294660628	0.034143956	16.49944271
C_4	0.068555196	0.440662501	0.042511844	1.143452271	17.17955698
C_5	0.010120214	0.303435043	0.236935705	0.032212739	16.28785893
C_6	0.066159724	0.337883495	0.299267451	0.047375556	17.05906842
C_7	0.041288861	0.157435662	0.271305467	0.047826521	16.35226349
C_8	0.004757803	0.308244314	0	0.056622868	16.02417731
C_9	-0.066830969	0.329095312	-0.130275507	-0.151537137	17.29537009
C_{10}	0.003385616	0.277366558	0.020874674	-0.08874103	17.89594561
C_{11}	-0.034970437	0.254157489	-0.011653242	0.068252912	16.63029873
C_{12}	0.007104762	0.290091411	0	0.047593582	15.89912899
C_{13}	0.024013429	0.445600895	0.182892389	0.017966056	17.77119919
C_{14}	-0.038890802	0.703205812	0	-0.033498605	16.54043105

المؤسسة	FP (الأداء المالي)	(هيكل رأس المال) CS	T (معدل الضريبة)	(معدل النمو) G	(حجم الشركة) S
C_{15}	0.090244676	0.292395712	0.180945719	0.229208531	16.92320885
C_{16}	0.063761346	0.229231937	0.068367438	0.097853859	16.12811182
C_{17}	0.004180408	0.766241806	0	0.108916964	17.6347644
C_{18}	0.003780723	0.432053538	0	-0.067322462	15.88682605
C_{19}	0.049860437	0.016422599	0.029360326	0.216008899	17.01777933
C_{20}	0.038531273	0.107872039	0.15581451	-0.176399931	16.09685567
C_{21}	0.201523316	0.745453802	-0.25380073	0.978220147	15.51618747
C_{22}	0.017478615	0.305114084	0.115880919	0.026266957	18.36505192
C_{23}	-0.462714024	0.998157063	0.028400983	-0.282075063	16.44611728
C_{24}	-0.186514998	0.388264926	-0.010790121	-0.156017057	15.57449284
C_{25}	0.073374459	0.113271843	0.232268377	-0.028205733	14.96661599
C_{26}	0.133079905	0.216706114	0.132884656	0.08949229	20.71655638
C_{27}	0.183507729	0.110330582	0.130026516	-0.114297019	20.803419
C_{28}	0.032564907	0.286563799	0.16390514	0.005321467	16.64800035
C_{29}	-0.067522194	0.041448884	0	-0.125579055	14.70118743
C_{30}	0.018772977	0.31376938	0.210012601	-0.044407262	17.7775372
C_{31}	0.064500575	0.255065161	0.029950242	0.060827285	16.39796284
C_{32}	0.029530929	0.637415864	0.033696874	-0.196782942	15.09068675
C_{33}	0.000312925	0.514926682	0.766066502	0.084155405	18.33287521
C_{34}	0.007413758	0.465691512	0.143757049	0.039807465	15.94339589
C_{35}	-0.106348762	0.413579103	0.057201427	-0.072299996	19.10626549
C_{36}	-0.057029488	0.606598076	0.05678268	-0.047039175	16.65981604
C_{37}	0.087981103	0.270992851	0.201815859	-0.541444992	14.23409917
C_{38}	-0.040991943	0.431053282	-0.014526075	-0.030801414	18.28718726
C_{39}	-0.037297806	0.713894234	0	0.033352072	17.07755092
C_{40}	0.024506638	0.412380075	0.122141128	0.032527866	18.14432396
C_{41}	0.124086587	0.116741869	0.161539379	0.103564947	16.44149929
C_{42}	-0.085979838	0.36073181	-0.008904478	0.00536149	15.96033854
C_{43}	-0.145524085	0.383825124	0	-0.138266137	15.11266546
C_{44}	0.03203464	0.335849458	0.201506817	0.13575366	16.11856254
C_{45}	0.051640884	0.398332703	0.208317645	0.204057103	16.46661256
C_{46}	0.013669764	0.573359692	0	-0.031615253	16.9280933
C_{47}	0.020468611	0.118043323	0.26335137	-0.04548032	16.75337725
C_{48}	0.256812366	0.403798942	0	0.547951291	14.16985008
C_{49}	0.009326084	0.22343915	0	0.010796204	14.50510393
C_{50}	-0.00978617	0.520184449	0	0.172422104	15.68044908

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الملحق (2) وباستخدام برنامج EXCEL .

الإحالات والهوامش :

1 الهيكل المالي يتضمن التمويل قصير الأجل والتمويل طويل الأجل أو ما يسمى بالتمويل الدائم (Permanent Financing). ويطلق على ذلك الجزء من الهيكل المالي المتمثل بالتمويل الدائم هيكل رأس المال (Capital Structure) الذي يتضمن التمويل المقترض طويل الأجل والتمويل الممتلك.

1 خصاونة محمد، (2011)،" أساسيات الإدارة المالية "، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، دار الفكر ناشرون وموزعون، ص 201.

1 دادن عبد الوهاب. (2006)، " تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي : الإسهامات النظرية الأساسية "، مجلة الباحث العدد الرابع، ص 109.

1 زغود تبر، (2009)، " محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية : دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر " مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير، علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، ص 68.

1 دادن عبد الوهاب، مرجع سبق ذكره، ص 109، 110.

1 العامري محمد. (2010)، " الإدارة المالية المتقدمة Advanced Financial Management "، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، دار إثراء للنشر والتوزيع، ص 179.

1 العايب ياسين. (2011)، " إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية : دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر "، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، ص 54، 55.

1 زغود تبر، مرجع سبق ذكره، ص 102، 103.

1 بن ساسي إلياس، قريشي يوسف. (2011)، " التسيير المالي (الإدارة المالية) "، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، دار وائل للنشر والتوزيع ص 413.

1 زغود تبر، مرجع سبق ذكره، ص 82، 83.

1 العايب ياسين، مرجع سبق ذكره، ص 32، 33.

1 بوشوشة محمد. (2007)، " مصادر التمويل وأثرها على الوضع المالي للمؤسسة : دراسة حالة المؤسسة الوطنية لصناعة الكوابل بسكرة "، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، ص 67.

1 محمد بوشوشة، مرجع سبق ذكره، ص 67، 68.

1 دعاس مصعب. (2012)، " قرار التمويل في إطار محددات الهيكل المالي لمنظمات الأعمال – دراسة أكثر عمقا – دراسة حالة عينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية خلال الفترة الممتدة بين (2007-2010) "، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، ص 64.

المراجع باللغة العربية:

1. العامري محمد. (2010)، " الإدارة المالية المتقدمة Advanced Financial Management "، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، دار إثراء للنشر والتوزيع.
2. العايب ياسين. (2011)، " إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية : دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر "، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر.
3. بن ساسي إلياس، قريشي يوسف. (2011)، " التسيير المالي (الإدارة المالية) "، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، دار وائل للنشر والتوزيع.
4. بوشوشة محمد. (2007)، " مصادر التمويل وأثرها على الوضع المالي للمؤسسة : دراسة حالة المؤسسة الوطنية لصناعة الكوابل بسكرة "، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر.

5. خصاونة محمد. (2011)،" أساسيات الإدارة المالية "، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، دار الفكر ناشرون وموزعون.
6. دادن عبد الوهاب. (2006)، " تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي : الإسهامات النظرية الأساسية "، مجلة الباحث العدد الرابع.
7. دعاس مصعب. (2012)، " قرار التمويل في إطار محددات الهيكل المالي لمنظمات الأعمال – دراسة أكثر عمقا – دراسة حالة عينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية خلال الفترة الممتدة بين (2007-2010) "، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر.
8. زغود تبر، (2009)، " محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية : دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر " مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير، علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر.

المراجع باللغة الأجنبية:

9. Abbasali Pouraghajan. (2012), " The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures : Evidence from the Tehran Stock Exchange ", International Journal of Business and Commerce, Vol. 1, No. 9.
10. Carpentier C, L'her J and Suret J. (2002), " Capital structure changes and firm value ", Laval university School of accounting, working paper.
11. Eldomiaty L.Tarek. (2004), " Dynamics of financial signaling theory and systematic risk classes in transitional economics: Egyptian economy in perspective ", Journal of financial management and analysis, Vol.17, No.2.
12. Kaifeng Kevin Chen. (2002), " The influence of capital structure on company value with different growth opportunities ", Paper for EFMA.
13. http://www.ase.com