جامعة قاصدي مرباح – ورقلة –
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التسيير

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان : علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة : علوم التسيير

التخصص : مالية مؤسسة

من إعداد الطالب : سايح عثمان

بعنوان :

قياس تأثير تركيبة رأس المال على ربحية الشركات

دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة 2010–2012

نوقشت وأنجزت علنا بتاريخ : 2014/06/22

أمام اللجنة المكونة من السادة :

الأستاذ محمد منير بن عبد الهادي	أستاذ محاضر بجامعة قاصدي مرباح ورقلة	رئيسا
الدكتور هواري سويسي	أستاذ محاضر بجامعة قاصدي مرباح ورقلة	مشرفا
الأستاذ أبوبكر شماخي	أستاذ محاضر بجامعة قاصدي مرباح ورقلة	مناقشا

السنة الجامعية : 2014/2013

جامعة قاصدي مرباح – ورقلة –
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التسيير

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان : علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة : علوم التسيير

التخصص : مالية مؤسسة

من إعداد الطالب : سايح عثمان

بعنوان :

قياس تأثير تركيبة رأس المال على ربحية الشركات

دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة 2010–2012

نوقشت وأنجزت علنا بتاريخ : 2014/06/22

أمام اللجنة المكونة من السادة :

الأستاذ محمد منير بن عبد الهادي	أستاذ محاضر بجامعة قاصدي مرباح ورقلة	رئيسا
الدكتور هواري سويسي	أستاذ محاضر بجامعة قاصدي مرباح ورقلة	مشرفا
الأستاذ أبوبكر شماخي	أستاذ محاضر بجامعة قاصدي مرباح ورقلة	مناقشا

السنة الجامعية : 2014/2013

الإهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى والدي الكريمين، وجدتي الغالية وأسأل الله أن يحفظهم

لي.

إلى الذين تعلمت معهم كيف أعيش وتقاسمت معهم الحلوة والمرة أخواتي

الأعزاء كل باسمه

إلى الأهل والأصدقاء وكل من ذكرهم قلبي ونسيهم قلمي من دون أن

أنسى زملاء الدفعة سنة الثانية ماستر مالية المؤسسة.

إليكم جميعا أهدي ثمرة جهدي

عثمان

الشكر

الحمد لله الذي منا علينا بالوصول إلى هذه المنزلة التي ما كنا لنبلغها إلا بفضله

فالحمد لله عز وجل الذي ألهمنا الصبر والثبات ومدنا بالقوة والعزم على مواصلة مشوارنا الدراسي

نتقدم بجزيل الشكر إلى كل من ساعدنا في إنجاز هذه المذكرة نخص بالذكر:

الأستاذ المشرف :هواري سويسي الذي لم يبخل علينا بالمساعدة و التوجيهات الضرورية

إلى الذين حضينا بشرف الجلوس متعلمين بين أيديهم

كل الأساتذة الذين استفدنا من توجيهاتهم الأستاذ هتهات السعيد

و كافة من ساهم في انجاز هذا العمل من قريب أو بعيد

عثمان

الملخص

تهدف الإدارة المالية من خلال قراراتها المالية إلى تحقيق هدفين رئيسيين هما : هدف تعظيم الأرباح وهدف تعظيم القيمة السوقية للسهم .وقد آثار هذين الهدفين جدلا بين كتاب الإدارة المالية حول الهدف الذي يجب أن تركز عليه الإدارة المالية كمحور لقراراتها، فبعض الكتابات رجحت الهدف الأول في حين يرجح الغالبية العظمى من كتاب الإدارة المالية هدف تعظيم القيمة السوقية للسهم كهدف استراتيجي للإدارة المالية .

وهدفت هذه الدراسة لتبين كيف يتخذ المدراء قراراتهم المتعلقة بتركيبة رأس المال، وذلك للشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان لفترة (2010-2012).

ولتحقيق أهداف الدراسة تم بناء نموذج لفحص العلاقة بين ربحية الشركة وتركيبة رأس المال، وتوصل الباحث إلى وجود علاقة سالبة وذات دلالة إحصائية بين ربحية الشركة وتركيبة رأس المال.

الكلمات الدالة: تركيبة رأس المال، الربحية، الديون، حقوق الملكية.

Abstract :

Finance managerial decisions aim at achieving two goals: maximizing profit and maximizing market value per share . Many authors debated around what goals should receive the highest concern when making financial decisions. Some have argued for the preponderance of the first goal (profit maximization) while others for maximizing market value per share as a strategic goal. It's logic to say that the majorities have conceded that the financial strategic objectives should be built around maximizing market value.

The aim of this study is to investigate how managers make capital decisions. Industrial firms listed in Amman Stock Exchange in the period between (2010-2012) are the domains of study.

Model were used to realize the study objectives: model was used to investigate the relationship between the firm's profitability and capital structure. Findings were that a significant and negative relation exists between firm's profitability and capital structure. In other words, as debt increases profit decrease

Keywords :capital structure, Equity, Debt, profitability.

قائمة المحتويات

الإهداء	III
الشكر	IV
ملخص	V
قائمة المحتويات	VI
قائمة الجداول	VII
قائمة الأشكال البيانية	VII
قائمة الملاحق	VIII
مقدمة.....	أ
الفصل الأول : الإطـار النظري للدراسة	**1**
المبحث الأول: الأدبيات النظرية لتركيبة رأس المال وربحية الشركة.....	3
المبحث الثاني : الدراسات السابقة.....	11
الفصل الثاني : الدراسة الميدانية.....	**14**
المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة.....	15
المبحث الثاني : عرض ومناقشة نتائج الدراسة.....	19
خاتمة	25
قائمة المصادر والمراجع	28
الملاحق.....	32
الفهرس.....	44

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1.2)	أسماء الشركات محل الدراسة	17
(2.2)	يوضح متغيرات الدراسة	17
(3.2)	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة	19
(4.2)	اختبار معنوية المعالم المقدرة للنموذج	21
(5.2)	تحليل المعنوية الكلية للنموذج	22

قائمة الأشكال البيانية

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
(1.1)	مودكلياني وميلر في ظل وجود الضرائب	7
(1.2)	التمثيل النقطي للمتغيرين	18
(2.2)	يوضح علاقة الربحية بتركيبة رأس المال	20
(3.2)	التمثيل البياني للسلسلة الحقيقية مع النموذج المقدر	23

قائمة الملاحق

الرقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
الملحق 1	النسب المالية لشركة العربية لصناعة المواسير المعدنية	33
الملحق 2	النسب المالية لشركة فيلادلفيا لصناعة الأدوية	34
الملحق 3	النسب المالية لمصانع الخزف الأردنية	35
الملحق4	النسب المالية لشركة العالمية الحديثة للزيوت النباتية	36
الملحق 5	النسب المالية لمصانع الإتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	37
الملحق 6	النسب المالية لشركة اسمنت الشمالية	38
الملحق 7	النسب المالية لشركة العربية لصناعة الألمنيوم	39
الملحق8	النسب المالية لشركة الألبان الأردنية	40
الملحق 9	النسب المالية لشركة العامة لصناعة وتسويق الخرسانة	41
الملحق 10	النسب المالية لشركة أساس للصناعات الخرسانة الخفيفة	42
الملحق 11	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة	43
الملحق 12	مخرجات برنامج Eviews	43

المقدمة العامة

توطئة :

يعتبر هدف تعظيم الأرباح من الأهداف الاستراتيجية لشركات الأعمال الاقتصادية وقد ساد الاعتقاد طويلا ولا زال هذا الهدف يمثل الهدف الأول لشركات الأعمال الاقتصادية بكل ما في الكلمة من معنى بل إن القارئ للاقتصاد الجزئي يستنتج أن الهدف الرئيسي للمنشأة الاقتصادية هو تعظيم الربح.

ولهذا فقد ارتبط هذا الهدف مع الملاك ارتباطا وثيقا مما ساعد في اعتبار هذا الهدف محورا لأهداف الإدارة المالية وبالتالي لجملة قراراتها سواء تلك المتعلقة بالاستثمار أو قرارات التمويل حيث يكون المسعى دائما في تكييف تلك القرارات بما يتلاءم والرغبة في تعظيم الأرباح داخل شركة الأعمال، هذا ومن جانب آخر فإن قدرة الإدارة المالية في تعظيم الربح واضح التحديد من ناحية المعنى والقياس وأن جميع العوامل المساهمة فيه معروفة ويجب أخذها في الحسبان

تنشأ أهمية هذا الهدف من كون الربح يمثل التبرير الاقتصادي لاستمرارية أي شركة في الحياة الاقتصادية، كما أنه يمثل مؤشرا مهما لتقييم الأداء الاقتصادي بالإضافة إلى كونه مصدرا مهما من مصادر التمويل الداخلية أو ما يسمى بالتمويل الذاتي وبالتالي فإن تحقيق هذا الهدف والدعوة التنظيمية إنما يعبر عن فاعلية القرارات المالية

وقد وجهت العديد من الانتقادات لهذا الهدف وقللت من أهمية جعله المحور الذي يجب أن تدور حوله كل قرارات الإدارة المالية من بين هذه الانتقادات أن الربح ينتج عن قرارات إدارية قصيرة الأجل.

إن تعظيم الأرباح لا يعني تعظيم ثروة الملاك وذلك لأن الربح هو مبدأ طوره المحاسبين للمساعدة في اتخاذ القرارات وهو لا يعكس قيمة الشركة، وأن الربح يجب أن لا يكون هدف الشركات الرئيسي وذلك لعدة أسباب منها :

ـ أن أرباح الشركة ممكن أن تنقص في أي وقت ويمكن أن تزداد وهذا لا يعتبر هدف الشركة بينما قيمة الشركة هو الهدف الأساسي في الأمد الطويل؛

ـ يمكن استخدام رأس المال لزيادة الأرباح، ولكن قد تكون بمقدار أقل من الأرباح المتحققة في استثمار اخر بنفس المخاطرة؛

وبالتالي فإن هدف تعظيم الأرباح هدفا لا يمكن قبوله محورا لقرارات الإدارة المالية لأنه لا يفي بالغرض ولا يمكن أن يرضي الملاك.

ومن القرارات المهمة التي تهتم بها الإدارة المالية وتقوم باتخاذها القرار المتعلق باختيار هيكل التمويل في تحديد المزيج المناسب من مصدري أموال الاقتراض وأموال الملكية أي تركيبة رأس المال، يعني هذا أنه يوجد تركيبة رأس المال من شأنها أن تؤدي إلى زيادة الربحية لذا فإنه يمكن قياس تأثير هذه التركيبة على ربحية الشركة.

طرح الإشكالية :

من خلال ما تقدم، تكمن إشكالية البحث في السؤال التالي :

إلى أي مدى يمكن أن تؤثر تركيبة رأس المال على الربحية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2010– 2012 ؟

وبناءا على هذه الإشكالية لابد من طرح بعض الأسئلة الفرعية التالية :

- ✓ هل هناك علاقة بين تركيبة رأس المال وربحية الشركة؟
- ✓ هل هناك علاقة بين الديون وربحية الشركة؟

فرضيات البحث :

وعليه سنحاول الرد على هذه التساؤلات بصياغة الفرضيات التالية :

الفرضية الأولى:

H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تركيبة رأس مال وربحية الشركة؛

H_1: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تركيبة رأس مال وربحية الشركة.

الفرضية الثانية:

H_0: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الديون وربحية الشركة؛

H_1: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الديون وربحية الشركة.

مبررات اختيار الموضوع :

- ✓ تعد مسألة تمويل المؤسسة الاقتصادية، ودراسة وتقييم تركيبة رأس مالها من بين المواضيع الحساسة ذات الأهمية البالغة في مجال مالية المؤسسة؛
- ✓ توافق الموضوع مع تخصصي العلمي؛
- ✓ إلحاح المختصين والخبراء في مجال الإدارة المالية على أن دراسة تركيبة رأس المال المؤسسة ضرورة ملزمة، وهذا بهدف ترشيد قراراتها التمويلية .

أهمية و أهداف الدراسة :

يعتبر تعظيم ربحية الشركة من بين الأهداف الواجب على الإدارة تحقيقها، وقد يؤثر الهيكل المالي على هذا الهدف وبالتالي يجب تحديد الهيكل المناسب الذي يعظم هذه الربحية ومن هنا نرى أهمية هذه الدراسة لتبين كيفية استخدام الشركات الأردنية لتركيبة رأس المال.

وتهدف هذه الدراسة وبشكل أساسي إلى اختبار العلاقة بين تركيبة رأس المال وربحية الشركة وتهدف أيضا إلى معرفة إذا كان هناك علاقة بين الديون وربحية الشركات الأردنية.

حدود الدراسة :

تقتصر الدراسة في جانبها النظري على دراسة تركيبة رأس المال من خلال التعرف على مفهومها، العوامل المؤثرة فيها وكذا النظرية المفسرة لها, إلى جانب التطرق إلى ربحية الشركة ونسبها .

في حين تجري الدراسة التطبيقية في بورصة عمان وفق معطيات سنوية من 2010 إلى غاية 2012 حيث تمت دراسة عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

منهج البحث و الأدوات المستعملة :

بناءا على طبيعة الإشكال المطروح وبغية الوصول إلى الأهداف المرجوة في هذا البحث, وقصد الإحاطة بجوانب موضوع الدراسة والتمكن منه, نحاول استخدام المناهج المعتمدة في الدراسة المالية و الاقتصادية و العلمية, فإن المنهج المستخدم سيكون وصفيا في تقديم أهم مفاهيم تركيبة رأس المال والربحية وهذا في الفصل الأول, وعملا بالأسس التي يرتكز عليها المنهج الوصفي سنقوم باستعراض ملخصات حول الدراسات السابقة في الموضوع, أما فيما يخص الفصل الثاني فقد تم اعتماد أسلوب دراسة الحالة حيث تم فيه استخدام أدوات التحليل القياسي .

صعوبات البحث :

- ✓ الفترة الضيقة الممنوحة للبحث؛
- ✓ صعوبة التنقل لبورصة عمان لإجراء زيارة ميدانية.

هيكل البحث :

قصد الإلمام بدراسة الموضوع وتحليل إشكالية البحث المطروحة والإجابة على التساؤلات التي تضمنتها واخذ الفرضيات بعين الاعتبار، ارتأينا إلى تقسيم وهيكلة البحث إلى فصلين بعد المقدمة الأول خاص بالإطار النظري للدراسة والثاني خاص بالجانب التطبيقي بالإضافة إلى خاتمة تناولت استنتاجات وتوصيات الدراسة، وذلك حسب ما يلي:

الفصل الأول: تناول هذا الفصل الدراسة النظرية والتطبيقية، ففي الدراسة النظرية تم سرد المفاهيم الأساسية لتركيبة رأس المال وربحية الشركة، أما الدراسة التطبيقية فجاءت من خلال عرض الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع في محاولة تحليلها ومقارنتها بالدراسة الحالية.

الفصل الثاني : تطرقنا في هذا الفصل إلى الدراسة الميدانية وهذا من خلال تحليل الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة واختبار الفرضيات حيث تم دراسة عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان, وتم استخدام الطرق القياسية لإيجاد العلاقة بين تركيبة رأس المال وربحية الشركات.

الفصل الأول

الإطار النظري لتركيبة رأس المال وربحية الشركة

تمهيد

من القرارات المهمة التي تهتم بها الإدارة المالية وتقوم باتخاذها القرار المتعلق باختيار هيكل التمويل في تحديد المزيج المناسب من مصدري أموال الاقتراض وأموال الملكية أي تركيبة رأس المال، من خلال هذه الدراسة سنعرف أثر هذه الأخيرة على ربحية الشركات بعدما سنتطرق في هذا الفصل إلى الأسس النظرية للمتغيرين، وهذا من خلال كلا من مفهوم الربحية ونسبها ومفهوم تركيبة رأس المال والعوامل المؤثرة فيها, كما أيضا سنتطرق إلى الدراسات السابقة التي عالجت هذا الموضوع.

المبحث الأول: الأدبيات النظرية لتركيبة رأس المال وربحية الشركة

سنتطرق في هذا المبحث إلى عموميات حول تركيبة رأس المال والعوامل المؤثرة فيها وكذا ربحية الشركة ونسبها

المطلب الأول : مفهوم تركيبة رأس المال والعوامل المؤثرة فيها و نظريتها

الفرع الأول : مفهوم تركيبة رأس المال والعوامل المؤثرة فيها

تحدد المؤسسة تركيبة مستهدفة لرأس المال التي هي عبارة عن نسب مزيج التمويل المرغوب فيه والمكون من الديون وحقوق الملكية، من قبل الإدارة التي يتحقق عندها تعظيم قيمة سهم الشركة في السوق المالي[1]. بمعنى آخر فالحديث هنا عن تركيبة جانب الخصوم في ميزانية الشركة، والذي يتم الاعتماد عليه في تمويل جانب الأصول من تلك الميزانية.

إن التركيبة المستهدفة هذه تختلف باختلاف الوقت وبتغير الظروف، إلا أنه يجب أن يكون لدى الإدارة تركيبة معينة يتم الالتزام بها عند اتخاذ قرار التمويل.

تتضمن تركيبة رأس المال المفاضلة بين العائد والمخاطرة، فاستخدام دين كبير يزيد من مخاطر الشركة. إن زيادة المخاطرة تؤثر سلبا على قيمة سهم الشركة (تؤدي إلى انخفاضه)، وفي الوقت ذاته فإن استخدام دين كبير يعمل على زيادة العائد المتوقع بسبب ما يعرف بالرفع المالي . إن زيادة العائد المتوقع تؤدي إلى رفع قيمة سهم الشركة، فإذا أخذنا بعين الاعتبار أن هدف الإدارة المالية هو تعظيم ثروة أصحاب المشروع (قيمة السهم في السوق) فلا بد من الموازنة بين العائد والمخاطرة للوصول إلى أعظم قيمة للسهم في السوق, وعندها تكون الشركة قد حققت ما يسمى بالتركيبة المثلى لرأس المال[2]، وهذه التركيبية تتأثر بعوامل المتمثلة فيما يلي :

1- نمو المبيعات:

إذا كانت مبيعات المؤسسة تزداد و تنمو بمعدلات عالية (% 10 فما فوق) فإن المؤسسة تستطيع تمويل هذا النمو اعتمادا على الدين لأنها تستطيع تعظيم عائد المساهمين دون الخوف من عواقب تراجع المبيعات.

2 – إستقرار المبيعات:

توجد علاقة مباشرة بين استقرار المبيعات وأرباح المؤسسة والتمويل بالدين، فكلما كانت مبيعات وأرباح المؤسسة أكثر استقرار كلما استفادت المؤسسة من رافعة التمويل أكثر وبمخاطرة اقل مما لو كانت مبيعات المؤسسة متقلبة، أن استقرارية المبيعات والأرباح توسع الطاقة الاستيعابية على الاقتراض للمؤسسة ويمكنها من تحمل نسب مديونية أكثر[3].

---

[1] محمد أيمن عزت الميداني, **الإدارة التمويلية في الشركات**, جامعة الملك فهد للبترول والمعادن الظهران 1993, ص 576-558.

[2] عدنان تايه النعيمي وآخرون, **الادارة المالية النظرية والتطبيق**, دارا الميسرة للنشر والتوزيع, عمان, ص437

[3] عاطف وليم أندراوس, **التمويل والإدارة المالية للمؤسسات**, دار الفكر الجامعي, الإسكندرية, 2006, ص 404

3 – درجة المنافسة:

إن درجة المنافسة التي تعمل بها المؤسسة تعتمد على استقرارية أرباحها، فكلما ازدادت حدة المنافسة السعرية بين المؤسسات كلما انحسر هامش الربح مما يحد من استطاعة المؤسسة على الاقتراض لانخفاض مقدرتها على خدمة الديون والتي من احد مقاييسها عدة مرات تغطية الأرباح للفائدة المدفوعة.

4 – بنية الموجودات:

توجد علاقة بين بنية الموجودات والطاقة الاستيعابية للدين في المؤسسة، فالطاقة الاستيعابية للاقتراض تكون اقل عندما تكون نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات مرتفعة وبالتالي نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف مرتفعة مما يعني أن المؤسسة تتميز بدرجة رافعة تشغيل عالية و أن أرباحها شديدة الحساسية لأي تغير صغير في المبيعات.

5 –موقف إدارة المؤسسة اتجاه الخطر:

هناك اختلاف في درجة تجنب الخطر من شخص إلى آخر، فعلاقة التفضيل هذه تؤثر في تحديد سياسات التمويل للمؤسسة، فإذا كانت إدارة المؤسسة تتجنب الخطر بدرجات عالية، فإنها لن تلجأ إلى التمويل بالدين إلا ضمن حدود ضيقة، إما إذا كانت إدارة المؤسسة تتجنب الخطر بدرجات أقل، فإنها ستكون على استعداد للتمويل بالدين بنسب أعلى سعيا وراء تعظيم الأرباح.

6 –موقف المؤسسات التمويلية اتجاه الخطر:

لاشك أن موقف المؤسسات التمويلية تجاه الخطر تعاظم الخطر التمويلي للمؤسسة فهو العامل الأهم في تحديد نسبة المديونية المثلى للمؤسسة[4]، فالترتيب الائتماني للمؤسسة وبالتالي مقدرتها على الاقتراض بشروط مناسبة تعتمد على نسبة الدين في الهيكل المالي للمؤسسة واختيار المزيج التمويلي المناسب يتصدر المناقشات والمفاوضات بين المؤسسة والبنوك أو مؤسسات التمويل، وغالبا ما تنصاع المؤسسة لتوصيات الجهات المقرضة في هذا الخصوص لتعزيز مقدرتها على الاقتراض بشروط ميسرة.

الفرع الثاني : نظرية مودكلياني وميلر لتركيبة رأس المال :

أدرك **مودكلياني وميلر** في دراستهما عام 1963 أن إسقاط فرضية عدم وجود ضريبة على دخل المؤسسات من شأنه ألا يحافظ على ما توصلا إليه قبل ذلك من ثبات تكلفة الأموال ومن ثم القيمة السوقية للمؤسسة المستخدمة للاقتراض، وأن وجود ضريبة على دخل المؤسسات سوف يترتب عليه أن تنخفض تكلفة الأموال، وترتفع القيمة السوقية للمؤسسة

[4] محمد أيمن عزت الميداني, مرجع سبق ذكره, ص 578.

المقترضة عن القيمة السوقية لمؤسسة أخرى مماثلة وتنتمي لنفس شريحة الخطر غير أنها ممولة عن طريق الملاك، وسوف ترتفع القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة بمقدار الوفرات الضريبة الناتجة عن الاقتراض [5].

أولا :الوفر الضريبي

يتحقق الوفر الضريبي نتيجة لاعتماد المؤسسة على القروض فزيادة التمويل المقترض في تشكيلة الأموال يترتب عليه انخفاض في تكلفة الأموال المرجحة مما يسبب ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة، وينشأ هذا التأثير نظرا لاعتبار فائدة القروض تتحمل بها أرباح المؤسسة قبل أن يخضع للضريبة[6].

وقد عرف **مودكلياني وميلر** الدور المهم للقروض في تمويل المؤسسة من خلال الوفر الضريبي للمصاريف المالية، وما تمارسه من تأثير إيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة بسبب ما يخلقه من تخفيض مباشر في تكلفة الأموال المرجحة WACCوالناتج عن كون القروض مصادر التمويل منخفضة التكلفة، وبالتالي حسب **مودكلياني وميلر** الهيكل المالي الأمثل يتحقق بتعظيم الاستدانة [7].

ولذلك فإن القيمة السوقية لمؤسسة مرفوعة ماليا(مقترضة)سوف ترتفع عن القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة بالكامل بمصدر تمويل ممتلك رغم أنها تنتمي إلى نفس درجة الخطر وذلك بمقدار القيمة الحالية للوفرة الضريبة [8].

ثانيا :الاقتراحات

1– الاقتراح الأول :

أعاد **مودكلياني وميلر** ما توصلا إليه سابقا وأكدا على أن" **القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة وتنتمي إلى نفس الدرجة من الخطر إلا أنها ممولة بالكامل بمصدر الملكية زائدا القيمة الحالية للوفر الضريبي** " [9].

[5] Pierre Vernimmen, **Corporate Finance : Theory And Practice,** Pascal Quiry, Maurizio Dallocchio, Yann Lefur, Antonio Salvi, Editions John Wiley&Sons, Ltd, England, 2005, Page 669.
[6] Jacques Teulie, Patrick Topsacalian **, Finance** , 2e Edition, Vuibert 1997, Page 360.
[7] Modigliani F, Et Miller M, **Corporate Income And The Cost Of Capital : A Correction** , TheAmerican Economic Review , 1963, Pp, 433-443.
[8] R.Brealey & S. Myers, **Principe De Gestion Financière** , 7e Edition, Pearson Education France, 2003, P545.
[9]Pierre Vernimmen **, Finance D'entreprise**, 8e Edition, Par Pascal Quiry Et Yann Le Fur, Editions Dalloz , Paris, 2010, P 797.

يمكن توضيح ما سبق بالمعادلة التالية[10]:

القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة = القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة + القيمة الحالية للوفر الضريبي

$$V_D = V_{ND} + DT$$

الملاحظة الجديرة بالاهتمام في المعادلة هو أن القيمة السوقية للمؤسسة الممولة بالكامل عن طريق الملاك سوف تعادل القيمة السوقية لأسهمها، أما الملاحظة الأخرى الأكثر أهمية هو أن القيمة السوقية لمؤسسة المستخدمة للرفع المالي(الاقتراض)سوف تزداد باستمرار مع زيادة الاقتراض بهيكل رأس المال طالما كان معدل الضريبة على دخل المؤسسة موجبا [11].

من خلال التحليل أعلاه نستطيع أن نضع المعادلة الآتية للقيمة الحالية للوفرات الضريبية [12]:

القيمة الحالية للوفر الضريبي = (معدل الضريبة × مقدار القرض × سعر الفائدة) ÷ معدل الخصم

كما يلاحظ أن معدل الخصم الذي استخدم للوصول إلى القيمة الحالية ما هو إلا سعر الفائدة على القروض والسبب في هذا الاعتماد يعود إلى أن مخاطر الوفرات الضريبية لابد أن تساوي المخاطر التي تتعرض لها فوائد القروض ذاتها وعليه لابد من خصمها بمعدل خصم يساوي معدل الفائدة.

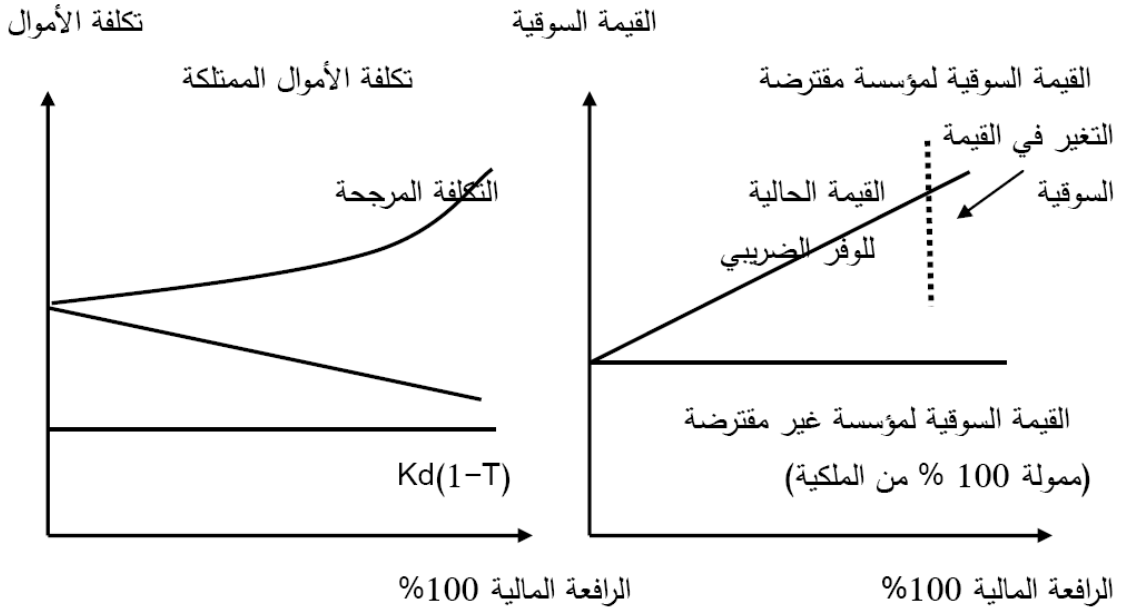
2-الاقتراح الثاني :

يقتضي الاقتراح الثاني بأن :تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة مقترضة، ينبغي أن تتساوى مع تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة غير مقترضة، مضافا إليها مكافآت عن المخاطر المالية تتحدد على أساس :الفرق بين تكلفة حقوق الملكية

[10] Jonathan Berk, Perter Demazro,Edition Française Dirigée Par Gunther Capelle- Blancad, Nicolas Couderc, **Finance D'entreprise**,, Pearson Education, France, 2008, Page 549.
[11] André Farber, Marie-Paule Laurent, Kim Oosterlinck, Hugues Pirotte, **Finance** , 2e Edition, Pearson Education France, 2008, P, 196,197.
[12] Aswath Damodaran, **Pratique De La Finance D'entreprise**, 01 Ere Edition ,Groupe De Boeck , Bruxelles,2010 Page, 370

لمؤسسة غير مقترضة وتكلفة الاقتراض التي يفترض **مودكلياني وميلر** أنها ثابتة لكافة المؤسسات .كما تتحد على أساس معدل الضريبة على أرباح المؤسسات، ونسبة الأموال المقترضة إلى حقوق الملكية في تركيبة رأس المال المؤسسة[13].

الشكل رقم (1-1) : مودكلياني وميلر في ظل وجود الضرائب



المصدر:محمود صبح, الإدارة المالية طويلة الأجل,صفحة 188

من الملاحظ أنه إذا كانت تكلفة الديون Kd(1-T) لا تتأثر بالرافعة المالية، فإن التكلفة المرجحة للأموال **CMPC**تتناقص كلما زادت كمية المبالغ التي تقترضها المؤسسة، ويظهر من الشكل أيضا أن قيمة المؤسسة تصل إلى أعلى حد لها عندما تصل نسبة التمويل بالقروض إلى 100% ، هذه النتيجة متفقة مع فروض مودكلياني وميلر ولكنها ليست ملحوظة في الواقع العملي فلا يوجد هيكل تمويلي تصل نسبة القروض فيه 100. %

وبناءا على ما توصل إليه مودكلياني وميلر « فإن تركيبة رأس المال المثلى تتحقق بالاعتماد الكامل على الأموال المقترضة » [14].

يتضح من دراسة ميلر أنه يمكن استخلاص ما يلي:

1 -إن خصم الفوائد لأغراض حساب الضريبة، يؤدي إلى تفضيل استخدام القروض.

2- إن التمايز في المعاملة الضريبة للإيرادات الناتجة عن الأسهم يؤدي إلى تخفيض معدل العائد المطلوب ومن ثم يفضل استخدام حقوق الملكية في التمويل، ولكن من الصعب معرفة الأثر المشترك(أي الصافي)لهذين العاملين، ويعتقد معظم

[13] منير ابراهيم هندي, **الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل**, توزيع منشأة المعارف,الإسكندرية 1998 ص 237

[14] Jacques Teulié, Et Autres, Op.Cit, P 361.

المشتغلين في هذا المجال أن خصم الفوائد لأغراض الضريبة له تأثير قوي مما يرجح استخدام القروض في التمويل، ولكن نتيجة المعاملة المميزة للأرباح الرأسمالية تقلل من أهمية الإعفاء الضريبي للفوائد.

المطلب الثاني : ربحية الشركة ونسبها

الربحية هدف أساسي لجميع المؤسسات وأمر ضروري لبقائها واستمرارها وغاية يتطلع إليها المستثمرون ومؤشر يهتم به الدائنون عند تعاملهم مع المؤسسة، وهي أيضا أداة هامة لقياس كفاءة الإدارة في استخدام الموارد الموجودة بحوزتها، لذا نجد أن جهدا كبيرا من الإدارة المالية في المؤسسة يوجه بالدرجة الأولى نحو الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بهدف تحقيق أفضل عائد ممكن لأصحابها لا تقل قيمته عن العائد الممكن تحقيقه على الاستثمارات البديلة التي تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر [15].

الفرع الأول : مفهوم الربحية

لابد من الإشارة هنا إلى أن هناك فرق بين مفهوم الربح والربحية، فالربح يعني صافي الدخل الذي تظهره قائمة الدخل الذي يمثل الفرق بين إيرادات المؤسسة وبين مصاريفها، أما بالنسبة للربحية فهي تشير إلى الربح منسوبا إلى بعض المكونات من الميزانية العمومية أو قائمة الدخل، والربحية تقيس الكفاءة التشغيلية للمؤسسة وأنها تمكن الأطراف التي لها مصلحة بارتفاع هذه الكفاءة من مراقبتها، والكفاءة التشغيلية تعني قدرة المؤسسة على تحقيق العوائد الكافية للمالكين، المقرضين و العاملين [16].

وتعمل المؤسسات على تحقيق هدفها في الربحية من خلال قرارين هما : قرار الاستثمار و قرار التمويل، فقرار التمويل هو القرار المتعلق بكيفية اختيار المصادر التي سيتم الحصول منها على الأموال اللازمة للمؤسسة لتمويل الاستثمار في موجوداتها و ينعكس أثر القرار التمويلي على الربحية من خلال اختيار مصادر الأموال(من ديون وحقوق مالكين)بشكل يمكن أصحاب المشروع من الحصول على أكبر عائد ممكن ولكن دون تعرض لأخطار كبيرة.

[15] عبد الحليم كراجة, علي ربابعة, ياسر السكران, موسى مطر, **الإدارة والتحليل المالي: أسس, مفاهيم,تطبيقات**,الطبعة الثانية دار صفاء للنشر والتوزيع عمان,2006,ص 26.

[16] عدنان تايه ألنعيمي، ياسين كاسب الخرشه، **أساسيات في الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة .,عمان، 2007 ، ص 36.

الفرع الثاني : نسب الربحية

تعبر نسب الربحية عن مدى الكفاءة التي تتخذ فيها المؤسسة قراراتها الاستثمارية والمالية[17]؛ نذكر اهم النسب:

أولا: نسبة هامش صافي الربح:

وهو عبارة عن قدرة دينار المبيعات على توليد الأرباح، أو عبارة عن مقدار الربح في كل دينار من دنانير المبيعات، ومعدل الهامش المنخفض يعني انخفاض سعر البيع أو انخفاض حجم المبيعات أو ارتفاع التكاليف، ويحسب وفق العلاقة التالية[18]:

$$\text{نسبة الهامش} = \frac{\text{صافي الربح قبل الفائدة والضريبة}}{\text{صافي المبيعات}} \times 100$$

لابد من مقارنة هذه النسبة بمثيلاتها في السنوات السابقة أو نسب السوق أو النسب المعيارية، حيث أن زيادة الأرباح لا يعني أن هامش ربح المؤسسة قد تحسن، وتكون هذه النسبة بمثابة المقياس الحقيقي لكفاءة الإدارة لأنها لا تملك السيطرة الفعلية على الفوائد والضرائب والمصروفات الأخرى [19].

ثانيا : العائد على حقوق الملكية:

يشبه هذا المقياس العائد على الاستثمار ولكن الاختلاف هنا أن الأموال المستثمرة التي تظهر في المعادلة هي أموال أصحاب المشروع أي حقوق المساهمين ولا يدخل فيها الأموال المقترضة، ويسمى أيضا العائد على القيمة الصافية؛ ويمكن احتسابه بالقانون التالي:

$$\text{العائد على حقوق أصحاب المشروع} = \frac{\text{صافي الربح الشامل بعد الفوائد و الضرائب}}{\text{صافي حقوق أصحاب المشروع}} \times 100$$

والمقصود بصافي الربح الشامل بعد الفوائد الضرائب هو الربح المتحقق من عمليات المؤسسة أو أية مصادر أخرى بعد طرح الضرائب.

---

[17] محمد مفلح عقل,**مقدمة في الإدارة والتحليل المالي**, الطبعة العربية الأولى دار أجنادين للنشر والتوزيع,عمان الأردن,2006,ص327

[18] حمزة محمود الزبيدي, **أساسيات الإدارة المالية**, الطبعة الأولى,مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع, عمان,2006,ص 193.

[19] فهمي مصطفى الشيخ، **التحليل المالي**، الطبعة الأولى، رام الله فلسطين، sme financial ، 2008,ص 49.

أما المقصود بحقوق أصحاب المشروع هي رأس المال المدفوع مضافا إليه الاحتياطات المختلفة والأرباح غير الموزعة مطروحا منها جميع الديون قصيرة الأجل، كما يطرح منها أية موجودات غير ملموسة إذا تحدثنا عن صافي حقوق المالكين الملموسة.

ويستخدم هذا المقياس لمعرفة كفاءة إدارة المؤسسة في إدارة جانبي الميزانية أو مهارة استخدم الموجودات لتحقيق المبيعات(كفاءة التشغيل)وكذلك المالية لتحقيق أفضل عائد ممكن لأصحاب المؤسسة.

ووفق افتراض تسلسل مصادر التمويل (**Mayers & Majliuf, 1984**) فإن الأرباح المحتجزة تأتي في مقدمة مصادر التمويل ثم يتبعها القروض وأخيرا إصدار أسهم جديدة، وبناء عليه يصبح من المتوقع أن تتجه المؤسسة التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة وبدرجة أكبر على حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح المحتجزة، وهذا ما أكدته دراسة [20](**Ozkan, 2001**) و (**Titman & Wessels, 1988**)[21]وبناء عليه نتوقع علاقة عكسية بين الربحية ونسبة الديون، والسبب في ذلك أن المؤسسات التي تتمتع بربحية متدنية وتواجه فرصا استثمارية جيدة – دون شك –ستلجأ إلى التمويل الخارجي وستبدأ بالديون قبل إصدار حقوق الملكية وفقا لمبدأ التدرج في استخدام مصادر التمويل، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع مستوى الديون في المؤسسة على الجانب الآخر، فإن المؤسسات التي تتمتع بربحية مرتفعة تواجه فرصاً استثمارية جيدة، فإنها تستخدم أرباحها في تمويل الاستثمارات، الأمر الذي يجعل نسبة الديون لها متدنية [22].

[20]Oskan, A. **Determinants Of Capital Structure & Adjustment To Long Run Target: Evidence From UK Company Panal Data**. Journal Of Business Financial & Accounting (Vol 28) No. 1&2 (Jan/March),2001, PP 175-198

[21] Titman, & R. Wessels. **The Determinants Of Capital Structure Choice**. Journal Of Finance (March),1988, pp 1-19.

[22] سليمان شلاش, علي البقوم, سالم العون, **العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية في سوق عمان المالي** للفترة (1997-2001), المنارة, المجلد 14 العدد,01 ,2008 ص62

المبحث الثاني : الدراسات السابقة

المطلب الأول : الدراسات السابقة باللغة العربية

1- دراسة منير محمود عباد (2003)[23]:رسالة ماجستير بعنوان " **أثر هيكل رأس المال على ربحية وقيمة الشركات"**، حيث توصل الباحث إلى وجود علاقة سالبة وذات دلالة إحصائية بين ربحية الشركة وهيكل رأس المال بمعنى أنه بزيادة الدين تقل أرباح الشركة و يعني ذلك أن تكلفة الدين أعلى من الأرباح المتحققة من استخداماته في استثمارات الشركة أو أن على الشركات استخدام التمويل الذاتي لاستثماراتها حيث يعتبر ذلك أكثر ربحا لها .

2- دراسة قباجة عدنان (1993)[24]:رسالة ماجستير بعنوان " **إستقرارية نسبة الدين إلى حقوق الملكية في الأجل الطويل"**، هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى استقرار نسبة الدين إلى حقوق الملكية في الأجل الطويل سيما وأن الفرضية الأساسية لاستخدام تكلفة رأس المال المرجحة لحساب تكلفة رأس المال لدى الشركات والتي تستخدم كلا من الدين و حقوق الملكية في تمويل استثماراتها تقوم على أساس استقرارية نسبة الدين إلى حقوق الملكية في الأجل الطويل و استخدم الباحث (30) شركة لفحص فرضيات الدراسة في الفترة الواقعة بين 1981-1991 وتوصل الباحث إلى أن نسبة الدين إلى حقوق الملكية تميل إلى الإستقرار في الأجل الطويل على المستوى الفردي للشركات وعلى المستوى القطاعي للشركات .

3- دراسة ديرانية رسلان (1992)[25] : رسالة ماجستير بعنوان " **محددات الهيكل المالي في الشركات الصناعية المساهمة في الأردن"**، والتي هدفت إلى معرفة مدى العلاقة بين بعض المؤشرات المحاسبية وبين شكل الهيكل المالي للشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن والتي استخدمت (24) شركة في الفترة 1981_1989، وتوصل الباحث إلى وجود علاقة إحصائية بين حجم الشركات, ربحية الشركات وبين الهيكل المالي أن هناك علاقة غير هامة إحصائيا بين النمو المتوقع و الإعفاءات والوفرات الضريبية وبين الهيكل المالي .

[23] منير محمود عباد,**أثر هيكل رأس المال على ربحية و قيمة الشركات**,دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان,رسالة ماجستير,جامعة اليرموك,2003.

[24] قباجة,عدنان,**استقرارية نسبة الدين إلى حقوق الملكية في الأجل الطويل**,دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق عمان المالي,رسالة ماجستير,الجامعة الأردنية,1993.

[25] ديرانية,رسلان **محددات الهيكل المالي في الشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن**,رسالة ماجستير,الجامعة الأردنية,1992.

المطلب الثاني : الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

1– دراسة (NIKOLAS 2002)[26]: والتي بحثت في العلاقة ما بين هامش الربح وهيكل رأس المال، حيث توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين هيكل رأس المال و هامش الربح و استخدم الباحث هامش الربح كعامل تابع ونسبة الدين إلى حقوق الملكية, حجم الشركة, ونسبة التركيز كعوامل مستقلة وغطت الدراسة أكثر من قطاع في الفترة الواقعة ما بين (1995-1996) وكانت من أهم نتائج الدراسة أن على الشركات استخدام التمويل الذاتي, حيث انه أكثر ربحا لها من الدين و أن تكاليف الدين أعلى من الأرباح المتحققة من استثماراته.

2– دراسة(MASULIS 1983)[27]: والتي ضمت 33شركة في الفترة الواقعة ما بين 1963-1978 والمدرجة في حيث بحثت هذه الدراسة في أثر التغير في تركيبة رأس المال على قيمة الشركات وكانت بعض نتائجها:NYSE or ASE

_ التغير في أسعار الأسهم له علاقة موجبة مع التغير في الرفع المالي؛

_ التغير في قيمة الشركة له علاقة موجبة مع التغير في نسبة الدين.

3– دراسة(WIPPERN1966) [28] : والتي بحثت في العلاقة يبن هيكل رأس المال وقيمة الشركة, وقد توصل الباحث إلى الزيادة في قيمة الشركة تعتمد على التمويل الداخلي ولكن لم تثبت أن استخدام أموال الاقتراض سوف أو يجب أن تزيد من قيمة الشركة, وكذلك بينت الدراسة أنه وبسبب وجود أثر الفوائد فإن الشركة سوف تحقق عوائد من استخدام مزيج بين الملكية والدين في تمويل احتياجاتها.

4– دراسة (HOVANKIMIAN 2001) [29]: والذي استخدم عينة مكونة من (38) شركة والمستخرجة من سجلات فكانت دراسته عن القيمة المثلى لنسبة الدين إلى الملكية وما هي العوامل المؤثرة عليها وقد توصل إلى أنه يوجد عوائق تمنع من الوصول إلى تلك النسبة و أن هذه النسبة تتغير نتيجة التغير في أرباح الشركة وأن الفرق بين نسبة الدين إلى حقوق الملكية المستخدمة فعلا و النسبة المطلوبة يلعب دورا مهما في تحديد إصدار أسهم جديدة أو استخدام الدين .

---

[26] Nikolaos,p,Eriotiz,Zoe f,Zoe v,**profit Margin and capital structure: An Ampirical Relationship**: the journal of Applied Business Research,volume 18, Number 2, 2002.

[27] Masulis,W, Ronald :**the Impect of captal structure change or Frim value: Some Estimatez**, the journal of finance,Vol, XX XVI II,No,1,March 1983,pp 107-26.

[28] Wippern,F ,Ronald, **Financial Structure and the value of the firm**, the journal of finance, Vol,XXI,No,4 Dec,1966,pp 615-33.

[29] Hovakimian, Armen, Tim Opler, and S , Titman: **The Debt- equity choice**, journal of financial and Quantitative Analysis, Vol 36,No,1 march 2001, pp 1 – 24 .

خلاصة

تناولنا في هذا الفصل مفهوم تركيبة رأس المال والعوامل المؤثرة فيها وأيضا نظرية Modigliani et Miller حيث استنتجنا أنها من أهم النظريات التي درست تركيبة رأس المال على مر السنوات، وهذا للمفاهيم الجديدة التي جاءت بهاو كذا مختلف الافتراضات التي وضعها.

كما أيضا تطرقنا في هذا الفصل إلى مفهوم الربحية ونسبها وأيضا إلى الدراسات السابقة التي من خلالها استنتجنا أنه بزيادة الديون تزيد القيمة السوقية للشركة.

الفصل الثاني

الدراسة الميدانية

تمهيد

بعد التطرق إلى الأسس النظرية المفسرة لتركيبة رأس المال وربحية الشركة، سوف نقوم في هذا الفصل باستخلاص أثر تركيبة رأس المال على ربحية الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال السنوات 2010-2011-2012.

سنتعرض في بداية هذا الفصل إلى تقديم عينة الدراسة ومختلف المتغيرات التي ستشكل لنا نموذج الدراسة وكذلك مختلف الأساليب الإحصائية التي ستعيننا في الوصول إلى نموذج الدراسة، بعد ذلك سنقوم بتقدير نموذج الدراسة بالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى ثم نختبر النموذج، ثم نقوم بتحليل مختلف المعاملات المقدرة ومدى تأثيرها على المتغير التابع.

المبحث الأول: طريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

من خلال هذا المبحث سوف نتطرق إل الطريقة والأدوات المستخدمة في دراسة الجانب التطبيقي للشركات محل الدراسة.

المطلب الأول: الطريقة المستخدمة في الدراسة

1- منهج الدراسة الميدانية

سنقوم في هذا المبحث بالتطرق إلى عينة الدراسة بمختلف جوانبها كما سنذكر المتغيرات التي تتعلق بالدراسة ثم سنتناول الطرق الإحصائية المستعملة في تحليل مختلف المعطيات.

2- تقديم عينة الدراسة

تحصلنا على مختلف المعطيات المتعلقة بالدراسة من خلال دليل الشركات المساهمة العامة لسنوات الدراسة والتقارير المالية السنوية للشركات التي تشكل عينة الدراسة والتي قد بلغ عددها 10 شركات تنشط في نشاطات مختلفة وتنتمي إلى القطاع الصناعي وقد تمت الدراسة في الفترة ما بين 2010-2012، على أن تتوفر في هذه الشركات الشروط التالية لضمان قياس متغيرات الدراسة:

- أن لا يكون قد تم دمجها خلال فترة الدراسة؛
- أن تنتهي السنة المالية للشركة في نهاية الشهر؛
- أن تتوفر عن الشركات البيانات اللازمة خلال فترة الدراسة لقياس متغيرات الدراسة.

إذ تم اختيار عينة الدراسة بناء على عدة معايير منها:

- توافر البيانات المحاسبية لمدة ثلاث سنوات متتالية؛
- اعتماد الشركات الأردنية على الديوان المالية كمصدر للتمويل؛
- إمكانية جمع المعلومات.

الجدول رقم (2-1) : أسماء الشركات محل الدراسة

الرقم	اسم الشركة	رمز المؤسسة
01	العربية لصناعة المواسير المعدنية	ASPMM
02	فيلادلفيا لصناعة الأدوية	PHIL
03	مصانع الخزف الأردنية	JOCF
04	العالمية الحديثة للزيوت النباتية	UMIC
05	مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	UTOB
06	اسمنت الشمالية	NCCO
07	العربية لصناعة الألمونيوم	AALU
08	الألبان الأردنية	JODA
09	العامة لصناعة وتسويق الخرسانة	GLCI
10	أساس الصناعات الخرسانة	ASAS

المصدر: من إعداد الطالب

3- تقديم متغيرات الدراسة :انطلاقا من طبيعة الموضوع وأهداف الدراسة، قمنا باختيار مؤشرين كمتغيرات لعينة الدراسة وقد اخترنا متغير نعتقد أنه يقيس لنا العلاقة التي تهدف إليها الدراسة، والجدول الموالي يبين لنا هذين المؤشرين

الجدول رقم (**2-2**) : متغيرات الدراسة

الرمز	النسبة	المدلول المالي
Y	الربح الصافي /حقوق الملكية	ربحية الشركة
X_1	الديون / حقوق الملكية	تركيبة رأس المال

المصدر: من إعداد الطالب

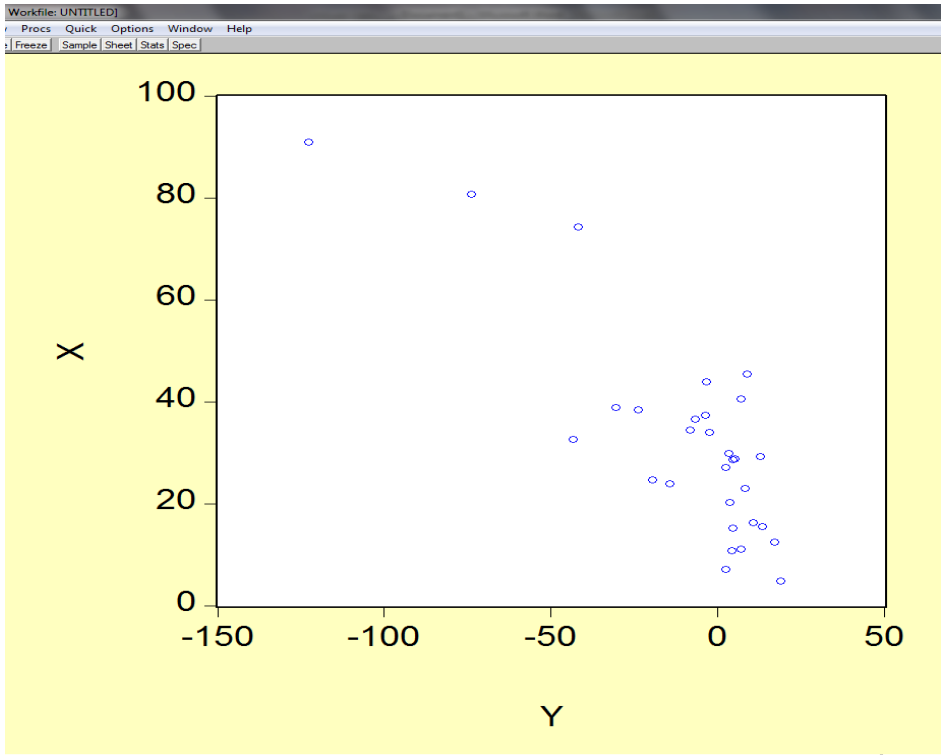
المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة

البرامج الإحصائية المستخدمة

بعد الاستعانة بجداول EXCEL لحساب أهم نسب ومؤشرات ومتغيرات الدراسة، نستخدم فيما بعد برنامج EVIEWS من أجل اختبار العلاقة بين المتغيرين (التابع والمستقل) سوف يتم استخدام طريقة المربعات الصغرى.

ولصياغة النموذج يعتمد القياسيون في الكثير من الحالات على التمثيل النقطي للكشف على شكل العلاقة بين المتغيرين التابع والمستقل.

الشكل رقم(2-1) : التمثيل النقطي للمتغيرين



المصدر: من إعداد الطالب بناءا على ملحق رقم(11)

من خلال التمثيل السابق يتبين أن سحابة النقاط الممثلة بإحداثيات (x , y) تأخذ شكل خط مستقيم مما يبين وجود علاقة خطية بين المتغيرين وهذا ما يعطي فكرة حول صياغة المعادلة التي تكون من الشكل التالي:

$$Y_i = B_0 + B_1 X_i + U_i$$

حيث: y_i = هو المتغير التابع

X_i = هو المتغير المستقل

B_0 B_1 = هي معاملات النموذج

U_1 = عنصر الخطأ

ولإيجاد معادلات النموذج (B_0 B_1) نستخدم العلاقات التالية :

$$B_1^{\wedge} = \frac{\sum X_i Y_i - n\bar{X}\bar{Y}}{\sum X_i^2 - n\bar{X}^2} \qquad B_0^{\wedge} = \bar{Y} - B_1^1 \bar{X}$$

$$\bar{X} = \frac{\sum X_i}{n}, \ \bar{Y} = \frac{\sum Y_i}{n}$$

المبحث الثاني : النتائج و المناقشة

المطلب الأول: عرض النتائج الدراسة

1 – الدراسة الوصفية الإحصائية:

جدول رقم(2–3) : الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

الرقم	المتغير	المتوسط	الوسيط	الانحراف	أعلى قيمة	أدنى قيمة
01	ربحية	8,581667-	2,92000	29,74693	19,15000	122,7600-
02	تركيبة رأس المال	31,87033	28,97500	20,34256	90,90000	4,880000

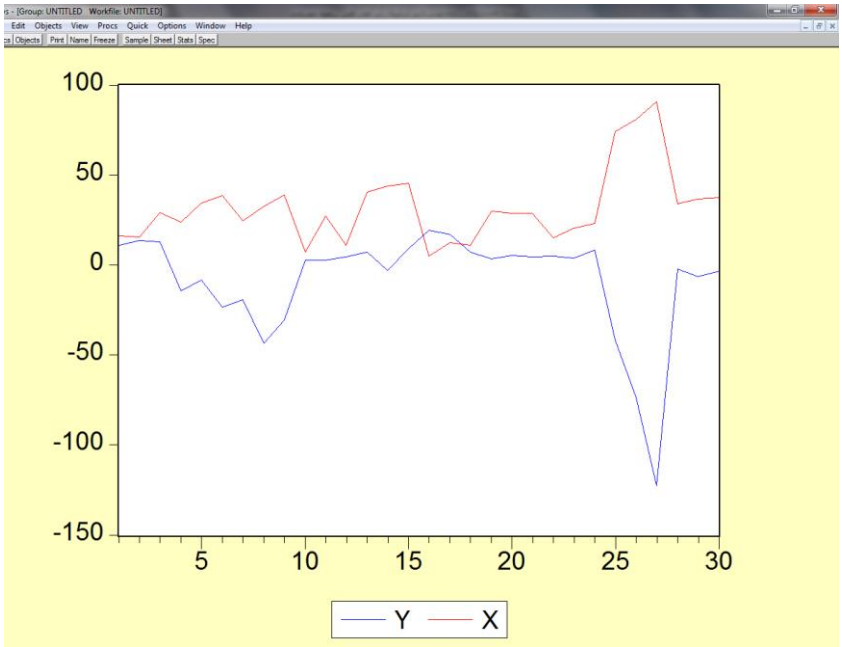
المصدر: من إعداد الطالب بناء على الملحق(11)

يعرض الجدول رقم (1) الإحصاءات الوصفية (description statistiques) للمتغيرات الرئيسية التي تشمل على كل من المتوسط والانحراف المعياري وأدنى وأعلى قيمة وكانت عدد المشاهدات التي تمثل عينة الدراسة (30) طيلة سنوات الدراسة (2010-2012) حيث يعرض السطر الأول (Y) من جدول الإحصاءات الوصفية لمتغير الربحية مقاسه بالعائد على حقوق الملكية أي بالربح الصافي/ حقوق الملكية، أما السطر الثاني (X) من جدول

الإحصاءات الوصفية فيعرض تركيبة رأس المال (D/E)، حيث يلاحظ من السطر الأول أن متوسط الربحية بلغ (-8,581) بانحراف معياري قدره (29,746) ووسط حسابي (2,92) وكانت أدنى قيمة (-122.76) وأعلى قيمة (19,15) حيث تدل الإشارة السالبة للمتغير (Y) على الخسارة المتحققة في إحدى الشركات.

أما السطر الثاني والذي يعرض الإحصاءات الوصفية لتركيبة رأس المال مقاسه بنسبة الديون إلى حقوق الملكية فقد كان متوسط البيانات (31,87) بانحراف معياري قدره (20,342) ووسط حسابي قيمته (28,97) وكانت أصغر قيمة (4,88) وأعلى قيمة (90,90)، وهذا يعني أن جميع الشركات كانت تستخدم الدين في تركيبة رأس مالها ولكن بنسب متفاوتة وهو ما يمكن ملاحظته من خلال الشكل الموالي :

الشكل رقم (2-2): يوضح علاقة الربحية بتركيبة رأس المال



المصدر : من إعداد الطالب بناءا على الملحق رقم (11)

2 – تقدير النموذج:

بعد المعالجة الإحصائية لمتغيرات EVIEWS، ومن خلال مخرجات البرنامج، وحسب الملحق رقم (12) تشكل النموذج التالي:

$$\bar{Y} = 30,00669 - 1,210792\ \hat{X}_i$$

3– تفسير المعادلة:

إن هذا النموذج يعرض العلاقة بين ربحية الشركة كعامل تابع وتركيبة رأس المال كعامل مستقل ومن خلال الملحق رقم (12) فإننا نلاحظ أن متغير تركيبة رأس المال يرتبط بعلاقة عكسية مع ربحية الشركة، أي أنه عند زيادة نسبة الديون ب 1% فإن نسبة الربحية تنخفض بدرجة تصل إلى (1.21-) وبشكل عام يمكننا القول بان تركيبة رأس المال ترتبط بشكل سلبي مع ربحية الشركة هذا يعني أن زيادة إحداهما مرتبط بنقصان الآخر وهذا لا ينسجم مع فرضية الدراسة العدمية التي تنفي وجود علاقة بين المتغيرين.

4– تقييم النموذج

- **القدرة التفسيرية للنموذج (R^2)**: تقدر بـ $R^2 = 0.68$ وهو ما يدل على أن القدرة التفسيرية للنموذج لا بأس بها.

وبالتالي فإن المعادلة المقدرة تفسر لنا 68% من المتغيرات الإجمالية لنسبة الربحية، وهي تبين عن جودة توفيق عالية للنموذج المقدر.

- **اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة**: باستعمال اختبار أستديونت فكانت نتائج اختبار معنوية المعالم المقدرة كما يلي:

الجدول رقم (2–4): اختبار معنوية المعالم المقدرة للنموذج

المعاملات	قيمة المعاملات	قيمة إحصائية الاختبار T	قيمة الاحتمال Prob
B_0	30,006	5,146	0,000
B_1	-1,21	-7,813	0,000

المصدر: من إعداد الطالب بناء على الملحق رقم (12)

من خلال الجدول رقم (2-4) يتبين أن قيمة الاحتمال Prob تساوي 0,000 بالنسبة للمعاملات أقل من مستوى المعنوية (0,05)، وبالتالي نرفض الفرضية العدمية (H_0) ونقبل الفرضية البديلة (H_1) هذا يعني أنه توجد دلالة إحصائية لتأثير نسبة الديون على الربحية في الشركات محل الدراسة.

- **المعنوية الكلية للنموذج:**

من خلال الجدول الموالي نجد:

جدول رقم (2-5): تحليل المعنوية الكلية للنموذج

مصدر التباين	قيمة فيشر F – Statistic	قيمة الاحتمال Prob
القيمة	61,056	0,000

المصدر: من إعداد الطالب بناء على الملحق رقم (12)

نلاحظ من خلال الجدول أن قيمة الاحتمال تختلف عن الصفر وأقل من مستوى المعنوية (0,05) بالتالي نرفض الفرضية الصفرية أي أن النموذج لديه معنوية كلية هذا يعني أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية ما بين تركيبة رأس المال والربحية، وهذه العلاقة متوافقة مع دراسة (Nikolas,2002) وهذا يعني أن تكلفة الاقتراض أكبر من منافعه أو يمكن أن يعني أن على الشركات تمويل مشاريعها من أرباحها وهذا أكثر نفعا لها من تمويلها عن طريق الدين وبالتالي فإن التمويل الذاتي (Self – Finance) سوف يكون أكثر ربحية للشركات الأردنية الداخلة في الدراسة.

5- استخدامات و أهمية النموذج:

من خلال النقاط السابقة تتبين القوة الإحصائية للمعادلة المقترحة في تفسير الربحية بدلالة تركيبة رأس المال, حيث أنه تظهر الدلالة الإحصائية وهي علاقة عكسية بين المتغيرين, حيث عند زيادة نسبة الديون بمقدار1% فإن الربحية ستنخفض بمقدار 1.21.

ويمكن أن تساعدنا المعادلة في التنبؤ لربحية الشركة في السنوات القادمة مثلا في سنة 2015 إذا كانت نسبة الديون 35% ة فإن الربحية تكون(– 12, 371) .

$$\bar{Y} = 30,00669 - 1,210792(35) = 12,371$$

ويمكن توضيح القدرة التفسيرية من خلال عرض التمثيل البياني للسلسلة المقدرة مع الحقيقية, حيث نلاحظ شبه التطابق بين السلسلتين, كما يبينه الشكل الموالي:

الشكل رقم (2-3) : التمثيل البياني للسلسلة الحقيقية مع النموذج المقدر

المصدر: من إعداد الطالب بناءا على الملحق رقم (12)

المطلب الثاني: مناقشة النتائج

بعد المعالجة الإحصائية لمتغيرات EVIEWS، استنتجنا ما يلي :

- تم الوصول إلى نموذج يبين العلاقة بين تركيبة رأس المال وربحية الشركة حيث تم استخدام تركيبة رأس المال (الديون/ حقوق الملكية) كعامل تابع ،وربحية الشركة (الربح الصافي /حقوق الملكية) كعامل مستقل، حيث أثبتت هذه الطريقة إلى أنه يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تركيبة رأس المال وربحية الشركة ؛
- استنتجنا أنه بزيادة الدين تقل ربحية الشركة يعني هذا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الديون والربحية وهذه العلاقة عكسية هذا يوضح أن تكلفة الافتراض أعلى من الأرباح ؛ وهذا يعني أن تكلفة الاقتراض أكبر من منافعه أو يمكن أن يعني أن على الشركات تمويل مشاريعها من أرباحها وهذا أكثر نفعا لها من تمويلها عن طريق الدين وبالتالي فإن التمويل الذاتي (Self – Finance) سوف يكون أكثر ربحية للشركات الأردنية الداخلة في الدراسة.
- استنتجنا أنه بواسطة النموذج المقدر أن نتنبأ لربحية الشركة في السنوات القادمة.

خلاصة

حاولنا من خلال هذا الفصل الإجابة عن الإشكالية الرئيسية للبحث والمتعلقة بمدى تأثير تركيبة رأس المال على ربحية الشركة، إذ استنتجنا من هذا الفصل أنه يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين، وهذه العلاقة عكسية أي أنه بزيادة نسبة الديون تقل ربحية الشركة، كما خلصنا إلى أن الشركات الأردنية تستخدم الديون من أجل رفع قيمتها السوقية وليس من أجل زيادة أرباحها.

الخاتمة

حاولنا من خلال هذه الدراسة معالجة موضوع قياس تأثير تركيبة رأس المال على ربحية الشركات، حيث كانت إشكالية البحث "إلى أي مدى يمكن أن تؤثر تركيبة رأس المال على الربحية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة(2010-2012)"، وبناءا على الأهداف المتوخاة من هذه الدراسة وبالاعتماد على الفرضيات الموضوعة لإشكالية الدراسة, تم تناول هذا الموضوع من خلال دراسة العناصر الرئيسية التي تضمنتها فصول البحث منها فصل نظري وفصل آخر تطبيقي، حيث خصص الفصل الأول لدراسة تركيبة رأس المال وربحية الشركة, بينما خصص الفصل الثاني لمعرفة العلاقة بين تركيبة رأس المال والربحية.

على ضوء ما ورد سيتم عرض النتائج واختبار فرضيات الدراسة وفي الأخير عرض التوصيات.

أولا: اختبار الفرضيات

- باستخدام طريقة المربعات الصغرى تم الوصول إلى نموذج يبين العلاقة بين تركيبة رأس المال وربحية الشركة حيث تم استخدام تركيبة رأس المال (الديون/ حقوق الملكية) كعامل تابع ،وربحية الشركة (الربح الصافي /حقوق الملكية) كعامل مستقل، حيث أثبتت هذه الطريقة إلى أنه يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تركيبة رأس المال وربحية الشركة؛
- انطلاقا من الاستنتاج الأول استنتجنا أنه بزيادة الدين تقل ربحية الشركة يعني هذا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الديون والربحية وهذه العلاقة عكسية هذا يوضح أن تكلفة الاقتراض أعلى من الأرباح وهذه النتيجة متوافقة مع دراسة (Nikolaos.2002)؛
- تعتبر نظرية Modigliani et Miller أهم النظريات التي درست تركيبة رأس المال على مر السنوات وهذا للمفاهيم الجديدة التي جاء بها، وكذا مختلف الافتراضات التي وضعها والتي أدت إلى ظهور مختلف النظريات الحديثة التي اتخذت من هذه النظرية مرجعا وصلت من خلاله إلى مختلف نتائجها؛
- ومن خلا نظرية Modigliani et Miller استنتجنا أنه بزيادة الديون تزيد القيمة السوقية للشركة وهذا يعني أن الشركات الأردنية تستخدم الديون لرفع قيمة الشركة بدلا من زيادة أرباحها.

ثانيا: التوصيات

- على الشركات الأردنية الأخذ بعين الاعتبار عند اتخاذ قرار بخصوص زيادة ديونها أو تخفيضها رفع قيمة الشركة بأكبر قدر ممكن؛
- على الشركات الأردنية المحاولة في استغلال الوفر الضريبي بأكبر قدر ممكن لزيادة قيمة الشركة، وذلك بزيادة الدين الذي يرفع سعر السهم الشركة إلى أقصى حد ممكن؛
- أن تعمل الشركات الأردنية على وضع استراتيجيات جديدة لزيادة قيمة الشركة.

ثالثا: أفاق الدراسة

- عمل دراسات أخرى باستخدام متغيرات أخرى تقيس المتغيرات الأساسية للدراسة، وذلك من أجل التحقق من نتائج هذه الدراسة؛
- عمل دراسات ميدانية مثل توزيع استبيانات على مدراء الشركات للتأكد من القرارات المتخذة بخصوص الدين.

قائمة المصادر والمراجع

❖ **الكتب:**

أولا : باللغة العربية

1 – عاطف وليم اندراوس، **التمويل والإدارة المالية للمؤسسات**، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية2006.

2 – حمزة محمود الزبيدي، **أساسيات الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع،.عمان2006.

3 – فهمي مصطفى الشيخ ,**التحليل المالي** ,الطبعة الأولى sms financial ,رام الله فلسطين،2008.

4 – محمود صبح، **الإدارة المالية طويلة الأجل**، كلية التجارة جامعة عين شمس،2000.

5 –محمد مفلح عقل، **مقدمة في الإدارة والتحليل المالي**، الطبعة العربية الأولى، دار أجنادين للنشر .والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.

6 – عبد الحليم كراجة، علي ربابعة، ياسر السكران، موسى مطر، **الإدارة والتحليل المالي :أسس،مفاهيم، تطبيقات**، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان،2006.

7– محمد أيمن عزت الميداني، **الإدارة المالية التمويلية في الشركات**، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن الظهران 1993.

8 – عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.

9–عدنان تايه النعيمي، سعدون مهدي السامي، أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، **الإدارة المالية : النظرية والتطبيق**، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان الأردن.

10 – منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل**، منشأة المعارف، الإسكندرية،1998.

ثانيا :الكتب باللغة الأجنبية

11- Jonathan Berk, Perter Demazro, Edition Française Dirigée Par Gunther Capelle-Blancad, Nicolas Couderc, **Finance D'entreprise**, Pearson Education, France 2008.

12- R. Brealey & S. Myers, **Principe De Gestion Financière**, 7e dition, Pearson Education France, 2003

13- André Farber, Marie- Paule Laurent, Kim Oosterlinck & Hugues Pirotte, **Finance**, 2e Edition, Pearson Education France, 2008.

14- Jacques Teulie, Patrick Topsacalian, **Finance**, 2e Edition, Vuibert 1997.

15- Pierre Vernimmen,**Corporate Finance**: **Theory And Practice**, Pacal Quiry, Maurizio Dallocchio, Yann Le Fur & Antonio Salvi,Edition John Wiley & Sons, Ltd, England, 2005.

16- Pierre Vernimmen, **Finance D'entreprise**, 8e Edition, Par Pascal Quiry Et Yann Le Fur, Editions Dalloz, Paris 2010.

17- Aswath Damodaran**, Finance D'entreprise: Théorie Et Pratique**, 01e Edition, Groupe De Boeck, Bruxelles, 2010.

❖ **الرسائل والأطروحات الجامعية**

18- منير محمود عباد,**أثر هيكل رأس المال على ربحية و قيمة الشركات**,دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان,رسالة ماجستير,جامعة اليرموك,2003.

19- قباجة,عدنان,**استقرارية نسبة الدين إلى حقوق الملكية في الأجل الطويل**,دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق عمان المالي,رسالة ماجستير,الجامعة الأردنية,1993

20- ديرانية,رسلان **محددات الهيكل المالي في الشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن**، رسالة ماجستير، الجامعة الأردنية، 1992.

❖ **المقالات المنشورة**

أولا: باللغة العربية

21- سليمان شلاش، علي البقوم، سالم العون، **العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة، تطبيقية في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي (1997-2001)**، المنارة، المجلد 14 ، العدد1, 2008.

ثانيا: باللغة الأجنبية

22-Modigliani F Et Miller M , **Corporation Income And The Cost Of Capital**: **A Correction**, The American Economie Review, 1963

23– Nikolaos,p, Eriotis, Zoe f, Zoe v, **profit Margin and capital structure**: **An Ampirical Relationship**: the journal of Applied Business Research,volume 18, Number 2, 2002.

24– Masulis,W, Ronald :**the Impact of capital structure change or Frim value**: **Some Estimates**, the journal of finance,Vol, XX XVI II,No,1,March 1983.

25–Wippern,F ,Ronald, **Financial Structure and the value of the firm**, the journal of finance, Vol,XXI,No,4 Dec,1966.

❖ **المصادر الإلكترونية :**

أطلع عليه بتاريخ11/05 /2014 على الساعة 10:35 www.exchang.jo

أطلع عليه بتاريخ09/06 /2014 على الساعة 22:30 www.ase.com

الملاحق

الملحق رقم (1) : النسب المالية لشركة العربية لصناعة المواسير المعدنية

	2012	2011	2010
%معدل دوران السهم	1.73	2.28	4.07
عائد السهم الواحد (دينار)	0.22	0.23	0.18
الأرباح الموزعة للسهم الواحد (دينار)	0.15	0.20	0.15
القيمة الدفترية للسهم الواحد (دينار)	1.73	1.70	1.66
القيمة السوقية الى العائد (مره)	10.92	10.65	13.67
%الأرباح الموزعة الى القيمة السوقية	6.12	8.16	6.12
%الأرباح الموزعة للسهم الى عائد السهم	66.87	86.95	83.71
القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (مره)	1.41	1.45	1.48
اجمالي الربح من العمليات الى الايرادات %	23.13	23.71	23.94
صافي الربح قبل الفوائد والضريبة إلى الإيرادات %	17.62	18.76	16.48
صافي الربح الى الايردات %	14.71	16.02	14.43
العائد على مجموع الموجودات %	10.20	12.11	9.36
العائد على حقوق المساهمين %	12.94	13.57	10.81
%معدل المديونية	29.24	15.56	16.24
%نسبة الملكية	70.76	84.44	83.76
معدل تغطية الفوائد (مرة)	21.24	23.81	24.25
معدل دوران الموجودات (مرة)	0.66	0.72	0.62
معدل دوران الموجودات الثابتة (مرة)	3.59	3.57	3.34
معدل دوران رأس المال العامل (مرة)	1.47	1.38	1.23
نسبة التداول (مرة)	2.52	4.35	4.11
رأس المال العامل (دينار)	9,954,255.00	9,479,404.00	9,043,581.00

الملحق رقم (2) : النسب المالية لشركة فيلادلفيا لصناعة الأدوية

	2012	2011	2010
معدل دوران السهم %	5.89	7.99	4.88
عائد السهم الواحد (دينار)	-0.18	-0.08	-0.14
الأرباح الموزعة للسهم الواحد (دينار)	0.00	0.00	0.00
القيمة الدفترية للسهم الواحد (دينار)	0.75	0.93	1.01
القيمة السوقية الى العائد (مره)	-3.55	-10.29	-6.63
الأرباح الموزعة الى القيمة السوقية %	0.00	0.00	0.00
الأرباح الموزعة للسهم الى عائد السهم %	0.00	0.00	0.00
القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (مره)	0.84	0.85	0.94
اجمالي الربح من العمليات الى الايرادات %	9.31	24.64	34.26
صافي الربح قبل الفوائد والضريبة إلى الإيرادات %	-35.50	-9.18	-24.43
صافي الربح الى الايردات %	-42.42	-13.33	-25.88
العائد على مجموع الموجودات %	-12.18	-3.73	-10.24
العائد على حقوق المساهمين %	-23.62	-8.27	-14.24
معدل المديونية %	38.38	34.36	23.89
نسبة الملكية %	61.62	65.64	76.11
معدل تغطية الفوائد (مرة)	-5.13	-2.21	-16.91
معدل دوران الموجودات (مرة)	0.34	0.41	0.42
معدل دوران الموجودات الثابتة (مرة)	0.87	1.23	1.14
معدل دوران رأس المال العامل (مرة)	2.04	1.47	1.17
نسبة التداول (مرة)	1.44	1.80	2.50
رأس المال العامل (دينار)	615,281.00	1,173,988.00	1,423,903.00

الملحق رقم (3) : النسب المالية لمصانع الخزف الأردنية

	2012	2011	2010
%معدل دوران السهم	3,073.07	380.50	1,139.10
عائد السهم الواحد (دينار)	-0.29	-0.27	-0.17
الأرباح الموزعة للسهم الواحد (دينار)	0.00	0.00	0.00
القيمة الدفترية للسهم الواحد (دينار)	0.95	0.62	0.89
القيمة السوقية الى العائد (مره)	-3.01	-1.16	-1.69
%الأرباح الموزعة الى القيمة السوقية	0.00	0.00	0.00
%الأرباح الموزعة للسهم الى عائد السهم	0.00	0.00	0.00
القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (مره)	0.92	0.50	0.33
اجمالي الربح من العمليات الى الايرادات %	-179.88	-59.00	-36.59
صافي الربح قبل الفوائد والضريبة إلى الإيرادات %	-325.71	-129.87	-51.61
صافي الربح الى الايردات %	-358.80	-136.53	-55.87
العائد على مجموع الموجودات %	-17.13	-27.81	-13.49
العائد على حقوق المساهمين %	-30.49	-43.37	-19.34
%معدل المديونية	38.83	32.63	24.58
%نسبة الملكية	61.17	67.37	75.42
معدل تغطية الفوائد (مرة)	-11.13	-19.65	-12.27
معدل دوران الموجودات (مرة)	0.05	0.21	0.26
معدل دوران الموجودات الثابتة (مرة)	0.07	0.30	0.40
معدل دوران رأس المال العامل (مرة)	-0.31	-18.47	1.93
نسبة التداول (مرة)	0.55	0.96	1.62
رأس المال العامل (دينار)	-985,762.00	-79,735.00	1,192,204.00

الملحق رقم (4) : النسب المالية لشركة العالمية الحديثة للزيوت النباتية

	2012	2011	2010
معدل دوران السهم %	21.30	14.90	43.97
عائد السهم الواحد (دينار)	0.06	0.04	0.04
الأرباح الموزعة للسهم الواحد (دينار)	0.05	0.05	0.05
القيمة الدفترية للسهم الواحد (دينار)	1.46	1.44	1.46
القيمة السوقية الى العائد (مره)	13.36	21.44	25.52
الأرباح الموزعة الى القيمة السوقية %	5.95	6.33	5.32
الأرباح الموزعة للسهم الى عائد السهم %	79.53	135.71	135.72
القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (مره)	0.58	0.55	0.65
اجمالي الربح من العمليات الى الايرادات %	6.94	5.16	5.31
صافي الربح قبل الفوائد والضريبة إلى الإيرادات %	3.02	1.75	1.75
صافي الربح الى الايردات %	2.10	1.11	1.25
العائد على مجموع الموجودات %	4.85	2.59	2.87
العائد على حقوق المساهمين %	4.32	2.55	2.53
معدل المديونية %	10.79	27.11	7.10
نسبة الملكية %	89.21	72.89	92.90
معدل تغطية الفوائد (مرة)	5.58	4.03	6.23
معدل دوران الموجودات (مرة)	1.84	1.67	1.87
معدل دوران الموجودات الثابتة (مرة)	14.02	13.90	12.40
معدل دوران رأس المال العامل (مرة)	2.42	2.76	2.41
نسبة التداول (مرة)	8.03	3.24	11.93
رأس المال العامل (دينار)	7,425,856.00	7,210,675.00	7,298,217.00

الملحق رقم (5) : النسب المالية لمصانع الإتحاد لإنتاج التبغ والسجائر

	2012	2011	2010
معدل دوران السهم %	164.38	35.19	14.61
عائد السهم الواحد (دينار)	0.22	-0.07	0.17
الأرباح الموزعة للسهم الواحد (دينار)	0.20	0.00	0.00
القيمة الدفترية للسهم الواحد (دينار)	2.51	2.11	2.40
القيمة السوقية الى العائد (مره)	22.43	-21.72	11.77
الأرباح الموزعة الى القيمة السوقية %	4.00	0.00	0.00
الأرباح الموزعة للسهم الى عائد السهم %	89.73	0.00	0.00
القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (مره)	1.99	0.68	0.82
اجمالي الربح من العمليات الى الايرادات %	13.95	11.04	10.32
صافي الربح قبل الفوائد والضريبة إلى الإيرادات %	10.06	-0.39	7.18
صافي الربح الى الايردات %	7.21	-2.84	5.14
العائد على مجموع الموجودات %	6.21	-0.33	5.49
العائد على حقوق المساهمين %	8.88	-3.15	6.98
معدل المديونية %	45.45	43.86	40.56
نسبة الملكية %	54.55	56.15	59.44
معدل تغطية الفوائد (مرة)	4.94	-0.17	4.33
معدل دوران الموجودات (مرة)	0.67	0.62	0.81
معدل دوران الموجودات الثابتة (مرة)	2.09	1.64	2.24
معدل دوران رأس المال العامل (مرة)	7.69	4.88	12.33
نسبة التداول (مرة)	1.20	1.32	1.19
رأس المال العامل (دينار)	6,252,054.00	7,171,203.00	3,965,419.00

الملحق رقم (6) : النسب المالية لشركة اسمنت الشمالية

	2012	2011	2010
معدل دوران السهم %	0.88	8.10	0.00
عائد السهم الواحد (دينار)	0.08	0.21	0.24
الأرباح الموزعة للسهم الواحد (دينار)	0.08	0.18	0.00
القيمة الدفترية للسهم الواحد (دينار)	1.14	1.24	1.25
القيمة السوقية الى العائد (مره)	39.37	15.57	0.00
الأرباح الموزعة الى القيمة السوقية %	2.52	5.45	0.00
الأرباح الموزعة للسهم الى عائد السهم %	99.36	84.91	0.00
القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (مره)	2.77	2.66	0.00
اجمالي الربح من العمليات الى الايرادات %	12.16	22.42	20.58
صافي الربح قبل الفوائد والضريبة إلى الإيرادات %	8.99	19.79	18.84
صافي الربح الى الايردات %	8.37	18.39	17.44
العائد على مجموع الموجودات %	6.35	14.96	18.22
العائد على حقوق المساهمين %	7.05	17.08	19.15
معدل المديونية %	11.06	12.43	4.88
نسبة الملكية %	88.94	87.57	95.12
معدل تغطية الفوائد (مرة)	0.00	0.00	0.00
معدل دوران الموجودات (مرة)	0.76	0.81	1.04
معدل دوران الموجودات الثابتة (مرة)	1.27	1.43	1.50
معدل دوران رأس المال العامل (مرة)	2.62	2.66	4.12
نسبة التداول (مرة)	3.61	3.46	6.19
رأس المال العامل (دينار)	20,438,069.00	23,847,624.00	16,584,113.00

الملحق رقم (7) : النسب المالية لشركة العربية لصناعة الألمنيوم

	2012	2011	2010
معدل دوران السهم %	2.20	1.97	3.10
عائد السهم الواحد (دينار)	0.08	0.09	0.06
الأرباح الموزعة للسهم الواحد (دينار)	0.08	0.07	0.05
القيمة الدفترية للسهم الواحد (دينار)	1.80	1.78	1.75
القيمة السوقية الى العائد (مره)	15.86	13.66	25.10
الأرباح الموزعة الى القيمة السوقية %	6.15	5.51	3.45
الأرباح الموزعة للسهم الى عائد السهم %	97.61	75.32	86.56
القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (مره)	0.72	0.71	0.83
اجمالي الربح من العمليات الى الايرادات %	10.63	9.49	10.23
صافي الربح قبل الفوائد والضريبة إلى الإيرادات %	4.64	4.57	3.52
صافي الربح الى الايردات %	3.88	3.99	2.88
العائد على مجموع الموجودات %	3.26	3.71	2.44
العائد على حقوق المساهمين %	4.56	5.21	3.29
معدل المديونية %	28.66	28.71	29.84
نسبة الملكية %	71.34	71.29	70.16
معدل تغطية الفوائد (مرة)	0.00	0.00	21.45
معدل دوران الموجودات (مرة)	0.84	0.93	0.80
معدل دوران الموجودات الثابتة (مرة)	2.69	2.94	2.20
معدل دوران رأس المال العامل (مرة)	2.40	2.69	2.63
نسبة التداول (مرة)	2.22	2.20	2.02
رأس المال العامل (دينار)	5,937,575.00	5,832,346.00	5,150,785.00

الملحق رقم (8) : النسب المالية لشركة الألبان الأردنية

	2012	2011	2010
معدل دوران السهم %	0.32	45.68	0.25
عائد السهم الواحد (دينار)	0.16	0.07	0.09
الأرباح الموزعة للسهم الواحد (دينار)	0.10	0.05	0.10
القيمة الدفترية للسهم الواحد (دينار)	1.95	1.84	1.87
القيمة السوقية الى العائد (مره)	12.05	24.16	20.77
الأرباح الموزعة الى القيمة السوقية %	5.15	2.91	5.41
الأرباح الموزعة للسهم الى عائد السهم %	62.11	70.24	112.26
القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (مره)	1.00	0.94	0.99
اجمالي الربح من العمليات الى الايرادات %	15.41	13.97	15.77
صافي الربح قبل الفوائد والضريبة إلى الإيرادات %	4.79	2.77	3.71
صافي الربح الى الايردات %	4.45	2.47	3.35
العائد على مجموع الموجودات %	6.40	3.11	4.06
العائد على حقوق المساهمين %	8.27	3.88	4.76
معدل المديونية %	22.92	20.21	15.15
نسبة الملكية %	77.08	79.79	84.85
معدل تغطية الفوائد (مرة)	265.16	216.69	244.41
معدل دوران الموجودات (مرة)	1.43	1.25	1.20
معدل دوران الموجودات الثابتة (مرة)	3.45	2.82	2.69
معدل دوران رأس المال العامل (مرة)	7.03	6.36	4.94
نسبة التداول (مرة)	1.89	1.97	2.61
رأس المال العامل (دينار)	2,059,983.00	1,810,653.00	2,149,631.00

الملحق رقم (9) : النسب المالية لشركة العامة لصناعة وتسويق الخرسانة

	2012	2011	2010
معدل دوران السهم %	1.43	22.08	32.48
عائد السهم الواحد (دينار)	-0.15	-0.20	-0.20
الأرباح الموزعة للسهم الواحد (دينار)	0.00	0.00	0.00
القيمة الدفترية للسهم الواحد (دينار)	0.12	0.27	0.48
القيمة السوقية الى العائد (مره)	-0.99	-0.94	-1.76
الأرباح الموزعة الى القيمة السوقية %	0.00	0.00	0.00
الأرباح الموزعة للسهم الى عائد السهم %	0.00	0.00	0.00
القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (مره)	1.22	0.69	0.74
اجمالي الربح من العمليات الى الايرادات %	-48.41	-29.54	-3.85
صافي الربح قبل الفوائد والضريبة إلى الإيرادات %	-932.73	-87.13	-28.89
صافي الربح الى الايردات %	-2,020.65	-137.44	-57.92
العائد على مجموع الموجودات %	-5.16	-9.00	-5.36
العائد على حقوق المساهمين %	-122.76	-73.69	-41.79
معدل المديونية %	90.90	80.73	74.28
نسبة الملكية %	9.10	19.27	25.72
معدل تغطية الفوائد (مرة)	-0.86	-1.73	-1.00
معدل دوران الموجودات (مرة)	0.01	0.10	0.19
معدل دوران الموجودات الثابتة (مرة)	0.01	0.11	0.20
معدل دوران رأس المال العامل (مرة)	-0.03	-0.73	-0.95
نسبة التداول (مرة)	0.23	0.31	0.27
رأس المال العامل (دينار)	-2,205,481.00	-2,006,429.00	-3,622,886.00

الملحق رقم (10) : النسب المالية لشركة أساس للصناعات الخرسانة الخفيفة

	2012	2011	2010
معدل دوران السهم %	75.03	9.47	23.64
عائد السهم الواحد (دينار)	-0.03	-0.06	-0.02
الأرباح الموزعة للسهم الواحد (دينار)	0.00	0.00	0.00
القيمة الدفترية للسهم الواحد (دينار)	0.89	0.92	0.99
القيمة السوقية الى العائد (مره)	-8.04	-4.13	-18.26
الأرباح الموزعة الى القيمة السوقية %	0.00	0.00	0.00
الأرباح الموزعة للسهم الى عائد السهم %	0.00	0.00	0.00
القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (مره)	0.28	0.27	0.41
اجمالي الربح من العمليات الى الايرادات %	25.51	18.34	23.38
صافي الربح قبل الفوائد والضريبة إلى الإيرادات %	-0.78	-7.67	-4.47
صافي الربح الى الايردات %	-6.12	-15.88	-6.22
العائد على مجموع الموجودات %	-0.29	-2.54	-1.15
العائد على حقوق المساهمين %	-3.48	-6.55	-2.26
معدل المديونية %	37.26	36.52	33.97
نسبة الملكية %	62.74	63.48	66.03
معدل تغطية الفوائد (مرة)	-0.15	-1.24	-3.10
معدل دوران الموجودات (مرة)	0.36	0.26	0.24
معدل دوران الموجودات الثابتة (مرة)	0.49	0.36	0.33
معدل دوران رأس المال العامل (مرة)	-2.95	-3.03	-3.28
نسبة التداول (مرة)	0.58	0.62	0.65
رأس المال العامل (دينار)	-2,064,847.00	-1,510,177.00	-1,321,045.00

الملحق رقم(11) : الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

EViews - [Group: UNTITLED Workfile: UNTITLED

File Edit Objects View Procs Quick

View Procs Objects Print Name Freeze Sample Sl

	Y	X
Mean	-8.581667	31.87033
Median	2.920000	28.97500
Maximum	19.15000	90.90000
Minimum	-122.7600	4.880000
Std. Dev.	29.74693	20.34256
Skewness	-2.347224	1.364750
Kurtosis	8.807064	4.753087
Jarque-Bera	69.69979	13.15435
Probability	0.000000	0.001392
Observations	30	30

الملحق رقم(12) : مخرجات برنامج Eviews

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 06/14/14 Time: 17:46
Sample: 1 30
Included observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	30.00669	5.830370	5.146619	0.0000
X	-1.210792	0.154954	-7.813865	0.0000

R-squared	0.685593	Mean dependent var	-8.581667
Adjusted R-squared	0.674364	S.D. dependent var	29.74693
S.E. of regression	16.97494	Akaike info criterion	8.565694
Sum squared resid	8068.163	Schwarz criterion	8.659107
Log likelihood	-126.4854	F-statistic	61.05648
Durbin-Watson stat	1.542647	Prob(F-statistic)	0.000000

الفهرس

الفهرس

الإهداء	III
الشكر	IV
ملخص	V
قائمة المحتويات	VI
قائمة الجداول	VII
قائمة الأشكال البيانية	VII
قائمة الملاحق	VIII
مقدمة.....	أ
الفصل الأول : الإطـار النظري للدراسة	**1**
تمهيد.....	2
المبحث الأول: الأدبيات النظرية لتركيبة رأس المال وربحية الشركة.....	3
المطلب الأول : مفهوم تركيبة رأس المال والعوامل المؤثرة فيها و نظريتها.....	3
الفرع الأول : مفهوم تركيبة رأس المال والعوامل المؤثرة فيها.....	3
الفرع الثاني : نظرية مودكلياني وميلر لتركيبة رأس المال.....	4
المطلب الثاني : ربحية الشركة ونسبها.....	8
الفرع الأول : مفهوم الربحية.....	8
الفرع الثاني : نسب الربحية.....	9
المبحث الثاني : الدراسات السابقة.....	11
المطلب الأول : الدراسات السابقة باللغة العربية.....	11
المطلب الثاني : الدراسات السابقة باللغة الأجنبية.....	12
خلاصة.....	13
الفصل الثاني : الدراسة الميدانية.....	**14**
تمهيد.....	15
المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة.....	16
المطلب الأول: الطريقة المستخدمة في الدراسة.....	16

المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة..... 18
المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة..... 19
المطلب الأول: عرض النتائج الدراسة..... 19
المطلب الثاني: مناقشة النتائج..... 23
خلاصة..... 24
خاتمة 25
قائمة المصادر والمراجع 28
الملاحق..... 32
الفهرس..... 44