

رأس المال العامل وأثره على الربحية: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية الأردنية

د. عبد الله عويد طويرش
أستاذ الإدارة المالية المشارك
قسم التمويل والتأمين
كلية إدارة الأعمال - جامعة الحدود الشمالية
المملكة العربية السعودية

ملخص

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية للشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالية خلال الفترة 2003-2012، وعلى عينة مكونة من 48 شركة صناعية، حيث تم دراسة أثر متغيرات رأس المال العامل (دورة التحول النقدي، متوسط فترة التحصيل، متوسط فترة التخزين، ومتوسط فترة السداد) وبعض المتغيرات الضابطة (نسبة الدين، ونسبة التداول، وحجم الشركة) على ربحية الشركات الصناعية، باستخدام العائد على الموجودات، والعائد على حقوق الملكية كمقاييس للربحية. تم استخدام منهجية البيانات الطويلة، وتم استخدام تحليل الارتباط والانحدار المتعدد بين المتغيرات، بينت النتائج وجود علاقة سالبة وذات دلالة إحصائية بين متغيرات رأس المال العامل وربحية الشركات، الأمر الذي يعني أن الشركة تستطيع زيادة الربحية من خلال تقصير مدة دورة التحول النقدي، كما بينت النتائج أن هناك علاقة سالبة وذات دلالة بين كل من نسبة الدين ونسبة التداول وربحية الشركات، وهناك علاقة موجبة وذات دلالة بين حجم الشركة وربحية الشركات، قدمت الدراسة عدد من التوصيات منها ضرورة قيام الشركات الصناعية بتخفيض مدة دورة التحول النقدي، وأن تعمل على تحقيق التوازن بين السيولة والربحية، وإدارة رأس المال العامل بطرق أكثر كفاءة.

الكلمات الدالة: رأس المال العامل، دورة التحول النقدي، متوسط فترة التحصيل، متوسط فترة التخزين، متوسط فترة السداد

مقدمة

يعتبر «رأس المال العامل» من المجالات المهمة لأي شركة، وذلك بسبب تأثيره على مخاطر وربحية وقيمة الشركة (Smith, 1980). فالاستثمار في رأس المال العامل ينطوي على توازن أو مفاضلة بين المخاطر والربحية لأن قرار الاستثمار الذي يؤدي إلى زيادة في الربحية كذلك يؤدي إلى زيادة المخاطر والعكس بالعكس. فالكفاءة في إدارة رأس المال العامل مهم جداً لمختلف أنواع لشركات (إنتاجية، جملة، أو تجزئة) حيث إن أكثر من نصف الأصول هي أصول متداولة. كما إن الكفاءة في إدارة رأس المال العامل تؤدي إلى زيادة التدفق النقدي للشركات، والتي بدورها تزيد من فرص النمو للشركات والعائد على حقوق المساهمين (Ganesan, 2007). إن أهمية إدارة رأس المال العامل ليست جديدة في أدبيات الدراسات المالية، حيث بين (Largay and Stichney, 1980) في دراستهم لرأس المال العامل على سلسلة من المتاجر كانت في حالة إفلاس إن السبب هو العجز (ضعف) في التدفقات النقدية من العمليات في الثمان سنوات من السنوات العشر الأخيرة من حياة هذه السلسلة من المتاجر. فإدارة رأس المال العامل هي وظيفة مستمرة ومرتبطة ببقاء الشركة. وإذ لم تعطى إدارة رأس المال العامل الاهتمام المطلوب، فلا يمكن للشركة أن تضمن البقاء لفترة طويلة (Dong and Su, 2010).

* تم استلام البحث في يناير 2016، وقبل النشر في مايو 2016.

وقد بينت الدراسات في الدول المتقدمة ومنذ فترة طويلة أن كفاءة إدارة رأس المال العامل أمرًا بالغ الأهمية لتطور وبقاء الشركات وخصوصاً الشركات الصغيرة ومتوسطة الحجم (Grablowsky, 1984; McMahon and Holmes, 1991). حيث أشار هؤلاء الباحثون أن الإدارة المالية «الضعيفة» أو «غير المالية» هي السبب الرئيس في فشل الشركات صغيرة الحجم (Berryman, 1983). حيث بين كل من (Pass and Pike, 1984) أن مجال التمويل قصير الأجل ولاسيما إدارة رأس المال العامل لم تعطي الاهتمام الكافي على النقيض من الاستثمار طويل الأجل. حيث لعبت إدارة رأس المال العامل دورًا حيويًا ومهمًا في نمو وتعزيز ربحية الشركة. كما أكد كل من (Pass & Pike, 1987) أن عدم الكفاءة Deficiency في التخطيط والرقابة على إدارة رأس المال العامل هو واحد من الأسباب الرئيسة في فشل الشركات، وقد بينوا أيضًا أن الهدفين الرئيسين لإدارة رأس المال العامل، هما السيولة والربحية وبنفس السوية، بمعنى يجب أن يكون هناك مفاضلة وتوازن بين هذين الهدفين.

وقد وُصف رأس المال العامل باعتباره شريان الحياة لكل الأعمال التجارية، وأكد (Flanagan, 2005) أن العمل الأساسي لكل مدير هو المحافظة على تدفق رأس المال العامل واستخدام التدفقات النقدية لتوليد الأرباح. وعلاوة على ذلك، فإن لكل عنصر من عناصر رأس المال العامل بُعدان هما الوقت والمال، وعندما يتعلق الأمر بإدارة رأس المال العامل، فالوقت هو المال. وعلاوة على ذلك، شدد على أن تأثير رأس المال العامل يتم تقييمه بشكل عميق عند التخطيط لتطوير الأعمال وعمل التوقعات فيما يتعلق بالتدفقات النقدية ووفقاً لـ (Filbeck and Krueger, 2005) فإن دور وأهمية إدارة رأس المال العامل ذو الكفاءة لا يرقى إليها الشك، وقيمة الأعمال تعتمد على الإدارة الفعالة للمخزون، والحسابات المدينة والحسابات الدائنة. وعلاوة على ذلك، تستطيع الشركات خفض تكاليف التمويل وزيادة الأموال المتاحة للتوسع في الأعمال عن طريق التقليل من مقدار الأموال الموظفة في الأصول المتداولة.

مشكلة الدراسة

ركز الأدب المالي في البدايات على القرارات المالية طويلة الأجل، كقرارات الاستثمار، وهيكل رأس المال والتوزيعات وتقييم الشركات، وكان الاهتمام بالقرارات المالية قصيرة الأجل، وإدارة رأس المال العامل محدود، وكان التركيز ينصب على تحليل النسب المالية كجزء من إدارة رأس المال العامل. أما في الوقت الحاضر ومع زيادة الإدراك بأهمية إدارة رأس المال باعتباره أحد المجالات المهمة في الإدارة المالية للشركة، فهو لا يؤثر فقط على بقاء الشركة، ولكن على ربحيتها ومخاطرها، لذلك فإن فعالية وكفاءة إدارة رأس المال العامل ترتكز على تحقيق المفاضلة أو التوازن بين هدفين متضاربين من أهداف الإدارة المالية هما الربحية والسيولة (الخطر). وتركز الدراسة على السؤال التالي: ما هو أثر رأس المال العامل على ربحية الشركات المدرجة في السوق المالي، لذلك تحاول الدراسة الإجابة على السؤال التالي: ما هو أثر رأس المال العامل وبعض المتغيرات الضابطة على ربحية الشركات الأردنية؟ ويتفرع من هذا السؤال عدد من الأسئلة وهي:

- 1- ما هو أثر دورة التحول النقدي على ربحية الشركات الأردنية؟
- 2- ما هو أثر متوسط فترة التحصيل على ربحية الشركات الأردنية؟
- 3- ما هو أثر متوسط فترة التخزين على ربحية الشركات الأردنية؟
- 4- ما هو أثر متوسط فترة السداد على ربحية الشركات الأردنية؟
- 5- ما هو أثر حجم الشركة على ربحية الشركات الأردنية؟
- 6- ما هو أثر نسبة الدين على ربحية الشركات الأردنية؟
- 7- ما هو أثر السيولة على ربحية الشركات الأردنية؟

أهمية الدراسة

تنبع أهمية الدراسة من أهمية الموضوع الذي تتناوله على اعتبار أن إدارة رأس المال يعتبر من المجالات المهمة بالإدارة المالية بالإضافة إلى إدارة هيكل رأس المال، والموازنة الرأسمالية، حيث تعمل إدارة رأس المال على تحقيق الموازنة بين

السيولة والربحية وبما يضمن استمرارية وبقاء الشركة، حيث تحاول أن تضيف وأن تقدم أدلة على أثر رأس المال العامل على ربحية الشركات وذلك بالتطبيق على الشركات الصناعية في سوق عمان المالي. وأن تقدم عدد من التوصيات للأطراف المستفيدة من هذا النوع من الدراسات، وهم الدائنين والمستثمرين لمساعدتهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية، والباحثون لشرح متغيرات السوق، والمديرين الماليين للتركيز على السيولة والربحية.

أهداف الدراسة

تهدف الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- 1- معرفة أثر رأس المال العامل على ربحية الشركات الأردنية
- 2- معرفة أثر متوسط فترة التحصيل على ربحية الشركات الأردنية
- 3- معرفة أثر متوسط فترة التخزين على ربحية الشركات الأردنية
- 4- معرفة أثر متوسط فترة السداد على ربحية الشركات الأردنية
- 5- معرفة أثر حجم الشركة على ربحية الشركات الأردنية
- 6- معرفة أثر نسبة الدين على ربحية الشركات الأردنية
- 7- معرفة أثر السيولة على ربحية الشركات الأردنية

الإطار النظري والدراسات السابقة

مفهوم رأس المال العمل

هناك مفهومان لرأس المال العامل، المفهوم الإجمالي والمفهوم الصافي. حيث يشير رأس المال العامل الإجمالي إلى مجموع استثمارات الشركة في الأصول المتداولة، أي تلك الأصول التي يتم تحويلها إلى نقد خلال سنة، وهذه الأصول تشمل النقد والأوراق المالية والحسابات المدينة والبضائع، ويتجاهل هذا التعريف الخصوم المتداولة، ويقوم على أساس تقسيم الموجودات إلى موجودات ثابتة تتصف ببطء الحركة، وموجودات متداولة تتصف بسرعة الحركة حيث تمر خلال كل دورة تجارية من البضائع ثم الديون ثم النقد، لتبدأ بعد ذلك دورة جديدة.. وهكذا. أما المفهوم الصافي فيشير إلى فائض الموجودات المتداولة على المطلوبات المتداولة، وبعبارة أخرى هو عبارة عن الموجودات المتداولة مطروحاً منها المطلوبات المتداولة. وتكمن أهمية هذا التعريف في إعطائه مقياساً كمياً لدرجة الثقة في مقدرة الأصول المتداولة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل. وهو يصلح كمقياس يُستخدم من قبل الدائنين لمعرفة متانة مركز الشركة المالي ومقدرتها على الوفاء بالتزاماتها عند موعد الاستحقاق (تيم، 2011).

إن إدارة رأس المال العامل هو مفهوم مبسط ومباشر للتأكد من قدرة الشركة على تمويل الفرق بين أصولها المتداولة وخصومها المتداولة (Harris, 2005). كما إن إدارة رأس المال العامل تهدف إلى المحافظة على التوازن الأمثل بين كل عنصر من عناصر رأس المال العامل (Gitmen, 2009). ويعتمد نجاح الشركات بشكل كبير على قدرة إدارتها المالية على الإدارة الفعالة للذمم المدينة والدائنة، والنقدية المخزون (Filbeck and Krueger, 2005).

عناصر رأس المال

إن إدارة رأس المال العامل هو مفهوم مبسط ومباشر للتأكد من قدرة الشركة على تمويل الفرق بين أصولها المتداولة وخصومها المتداولة (Harris, 2005). كما إن إدارة رأس المال العامل تهدف إلى المحافظة على التوازن الأمثل بين كل عنصر من عناصر رأس المال العامل (Gitmen, 2009). ويعتمد نجاح الشركات بشكل كبير على قدرة إدارتها المالية على الإدارة الفعالة للذمم المدينة والدائنة، والنقدية المخزون (Filbeck and Krueger, 2005) وفيما يلي استعراض لأهم مكونات رأس المال العامل:

1- إدارة النقدية (الصندوق والحساب الجاري لدى البنك)

النقد الجاهز هو من أشد الأصول سيولة وأقلها ربحية ويشكل مصدر دفع الالتزامات والتشغيل ومواجهة الطوارئ. وتهدف إدارته إلى الاحتفاظ بالحد الأدنى المناسب منه والرقابة على تدفقاته، والإسراع في تحصيل ما للمنشأة والتأكد من سداد ما عليها، والتأكد من عدم استخدامه في عمليات المضاربة.

وتستوجب الإدارة الفعالة للنقدية تطبيق الاستراتيجيات التالية: (1) تأخير دفع الذمم الدائنة لأقصى ما يمكن دون الإضرار بسمعة الشركة الائتمانية. (2) زيادة سرعة معدل دوران المخزون السلعي دون التعرض لخطر نفاذه. (3) تحصيل الذمم المدينة بأسرع ما يمكن دون خسارة بعض الزبائن بسبب التشدد في التحصيل. (4) الاحتفاظ بعلاقات جيدة مع المصارف.

2- إدارة الذمم المدينة

تشكل إدارة الذمم المدينة عنصراً «مهماً» في الشركات التي تباع بالأجل. ويمكن للمنشأة التحكم في مقادير ذممها بتحديد شروط البيع الأجل وشروط الدفع. وعليها عند منح الائتمان التأكد مما يلي: شخصية المتعامل ويتم الحكم عليها من خلال سمعته الائتمانية. وقدرته على السداد ويتم الحكم عليها من واقع القوائم المالية. والضمانات التي سيقدمها. وكفاءته في إدارة مشروعه ويتم الحكم عليها من خلال تحليل قوائمه المالية.

إن إدارة الذمم المدينة تهدف إلى: (1) تحديد شروط منح الائتمان. (2) عدم السماح بتراكم الذمم المدينة لأنها أموال مجمدة. (3) عدم التشدد الزائد في منح الائتمان أو التحصيل. (4) صياغة سياسة ائتمانية تؤدي إلى زيادة المبيعات وجذب المتعاملين. (5) صياغة سياسة تحصيل تمنع تراكم الذمم المدينة.

3- إدارة المخزون

أحد العناصر الأساسية للموجودات المتداولة، وهو من العناصر التي لا يمكن الاستغناء عنها في غالبية الشركات الصناعية، وتركز الإدارة المالية على التحكم فيه، فزيادة المخزون مشكلة، ونقصانه مشكلة أخرى. فنقصان المخزون يؤدي إلى تعطل الإنتاج، بينما زيادة المخزون تعني عدم استثمار قيمة المخزون الزائد واستغلال مساحة تخزينية دون فائدة.

لذلك فإن الشركات تحتفظ بالمخزون لعدة أسباب منها: (1) مواجهة الطلب المحتمل على منتجاتها، فمعظم المؤسسات تحتفظ بكمية من المنتجات النهائية لمواجهة طلبات العملاء. (2) مواجهة الطلبات الفجائية غير المتوقعة أو الموسمية. (3) لكي لا تتأثر المراحل الإنتاجية، فعندما يكون هناك مخزوناً كبيراً من المنتجات نصف مصنعة، فإن أي مشكلة في المرحلة الإنتاجية السابقة لن تؤثر على المرحلة التالية. (4) الاستفادة من وفورات الحجم، فعند شراء كمية كبيرة من المواد الخام فيمكن عندها الحصول على سعر مخفض.

الدراسات السابقة

أجريت دراسات عديدة وفي بيئات مختلفة لبيان طبيعة العلاقة بين إدارة رأس المال العامل وربحية الشركات، وقد اختلفت الدراسات فيما بينها بحجم العينة المستخدمة، وفترة الدراسة والقطاعات الاقتصادية المختلفة التي مثلت مجتمع وعينة الدراسة. فقد أجريت دراسات على الصناعات الإنتاجية، والشركات غير المالية، وصناعة السلع الاستهلاكية والاتصالات. كل هذا يدل على أهمية إدارة رأس المال العامل وأثره على ربحية ومخاطر الشركة. وفيما يلي استعراض لعدد من الدراسات التي تناولت موضوع إدارة رأس المال وأثره على الربحية:

دراسة (Deloof, 2003) اختبرت العلاقة بين إدارة رأس المال العامل وأثرها على ربحية الشركة على عينة من (1009) شركة بلجيكية للفترة 1996-1992. استخدمت الدراسة دورة تحول النقدية (Cash Conversion Cycle) كمقياس لإدارة رأس المال العامل والربح التشغيلي الإجمالي لقياس الربحية. بينت الدراسة أن دورة تحول النقدية، عدد أيام الذمم المدينة، وعدد أيام فترة التخزين وعدد أيام الذمم الدائنة ترتبط بعلاقة سلبية بالربحية. كما أظهرت الدراسة وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين عدد الأيام الذمم المدينة، وعدد أيام فترة التخزين، وعدد أيام الذمم الدائنة والربح التشغيلي الإجمالي. كما أظهرت وجود علاقة سلبية بين دورة التحول النقدي والربحية ولكنها ليست بمستوى معنوي كبير. ونتيجة لذلك بينت الدراسة أن الشركات يمكن أن تزيد من ربحيتها من خلال تقليل عدد أيام الذمم المدينة وعدد أيام فترة التخزين.

دراسة (Hyun-Han and Soenen, 1998) التي اختبرت العلاقة بين كفاءة إدارة رأس المال العامل وربحيتهما باستخدام عينة مكونة من (58,985) في ثمانية دول صناعية خلال الفترة من 1975-1994. وتم استخدام صافي الدورة التجارية (Net Trade Cycle) كمقياس لكفاءة إدارة رأس المال. واستخدم العائد على الأصول والعائد على المبيعات كقياس للربحية. وبينت نتائج تحليل الانحدار وجود علاقة سلبية بين دورة صافي الدورة التجارية والربحية التي أوضحت أن شركة ذات دورة صافي الدورة القصيرة هي أكثر ربحية، ولها عائد مرتفع على أسهمها مقارنة مع المخاطر.

دراسة (Raheman and Nasr, 2007) حيث اختبرت العلاقة بين إدارة رأس المال العامل وربحية الشركات وتكونت عينة الدراسة من (94) شركة باكستانية خلال الفترة 1999-2004. وتم استخدام صافي الربح التشغيلي كمقياس للربحية. كما تم استخدام متوسط فترة التحصيل، ومعدل فترة التخزين، ومتوسط فترة السداد، ودورة تحويل النقد ونسبة التداول على صافي الربحية التشغيلية في الدراسة. وأشارت نتائج التحليل أن متوسط دورة تحويل النقدية هي 73 يوماً في الشركات الباكستانية. وأشارت نتائج تحليل الانحدار أن هناك علاقة إيجابية بين حجم الشركة والربحية. وعلاوة على ذلك، وأشارت النتائج إلى أن هناك علاقة سلبية بين الربحية وكل من الحسابات المدينة، ونسبة الديون، ومعدل فترة التخزين، ومتوسط فترة السداد ودورة التحويل النقدي.

دراسة (Yung-Jang, 2002) أجريت هذه الدراسة لاختبار العلاقة بين إدارة السيولة والأداء التشغيلي، والعلاقة بين إدارة السيولة لقيمة الشركة على عينة مكونة من (1555) شركة يابانية و(379) من شركة تايوانية للفترة 1985-1996. تم استخدام دورة تحويل النقدية كمقياس للسيولة في حين تم استخدام العائد على الموجودات (ROA) والعائد على حقوق المساهمين (ROE) كمقياس للأداء التشغيلي. نتائج تحليل الارتباط باستخدام معامل ارتباط بيرسون في الشركات اليابانية أظهرت وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين دورة تحويل النقدية والعائد على الأصول، وبين دورة تحويل النقدية والعائد على حقوق المساهمين في خمس صناعات هي: الغذاء، والبناء، والصناعة التحويلية والخدمات وغيرها من الصناعات، ووجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين دورة تحويل النقدية والعائد على الأصول في الصناعات البتروكيمياوية والنقل. وبالنسبة للشركات التايوانية، فقد بينت النتائج علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين دورة تحويل النقدية والعائد على الأصول في معظم الصناعات. والنتائج من تحليل الانحدار تؤكد وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين دورة تحويل النقدية والعائد على الأصول.

دراسة (Eljelly, 2004) حيث تم فحص العلاقة بين الربحية والسيولة على عينة مكونة من (29) شركة مساهمة في السعودية للفترة 1996-2000 ضمن ثلاث صناعات: الزراعة والصناعة والخدمات. أظهرت نتائج الانحدار وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الربحية والسيولة التي تم قياسها بنسبة التداول ودورة التحويل النقدي. كما قام الباحث بتقسيم الشركات إلى مجموعتين وفقاً لعدد أيام دورة التحويل النقدي. وأظهرت نتائج الانحدار وجود علاقة سلبية ذات دلالة بين مستوى السيولة والربحية في الشركات الكبيرة ذات دورة تحويل النقدية الأطول، في حين أن هناك علاقة سلبية على مستوى ضعيف في الشركات ذات دورة التحويل النقدي الأقصر. والنتيجة تشير إلى أن مستوى السيولة تصبح أكثر أهمية ولها تأثير على الربحية عندما تكون دورة تحويل النقدية طويلة. كما أظهرت النتائج وجود علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين كل من دورة تحويل النقدية وحجم الشركة المقاس بصافي المبيعات في الشركات الصناعية، ووجود علاقة موجبة مع الربحية في الصناعات الزراعية والصناعات التحويلية.

دراسة (Lazaridis and Tryfonidis, 2006) أجريت لاختبار العلاقة بين إدارة رأس المال العامل وربحية الشركة المقاس بالربح التشغيلي الإجمالي على عينة من (131) شركة مدرجة في بورصة أثينا للفترة من 2001-2004. وبينت نتائج الانحدار وجود علاقة سلبية بين دورة التحويل النقدي والربحية. كما تم إجراء تحليل باستخدام مكونات دورة تحويل النقد، وهي: فترة السداد، وفترة التحصيل، وفترة التخزين. بينت النتائج وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين الربح التشغيلي الإجمالي فترة السداد كلما قامت الشركة بتأخير دفع ما عليها من ديون لها مما يؤثر على وجود مستويات عالية من رأس المال العامل واستخدامها لزيادة ربحيتها، حيث إن الشركات التي هي أقل ربحية تقوم باستخدام هذه السياسة في تأخير عملية دفع المستحقات. كما بينت وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين فترة التحصيل وبين الربح التشغيلي الإجمالي، حيث يمكن للشركات زيادة ربحيتها من خلال خفض فترة الائتمان لعملائها. كما بين الباحثون

وجود علاقة سلبية بين فترة التخزين وإجمالي الربح التشغيلي لكنها ليست ذات دلالة إحصائية. وبينت الدراسة أنه من خلال دورة تحويل النقد والحفاظ على الحسابات المدينة والحسابات الدائنة وفترة تخزين بمستويات مثلى، فإن المدراء يستطيعوا تحقيق الربحية لشركاتهم.

دراسة (Al-Shubiri, 2010) حيث قامت بدراسة ممارسات إدارة رأس المال العامل وأثرها على الربحية والمخاطر للشركات الأردنية الصناعية للفترة من 2004-2007. وتكونت عينة الدراسة من (59) شركة صناعية مدرجة في سوق عمان المالي. وممارسات إدارة رأس المال العامل تشمل دراسة تأثير السياسات العدوانية والسياسات المحافظة الاستثمارية والتمويلية لرأس المال العامل على الربحية وكذلك مخاطر الشركات. وأشارت النتائج إلى وجود علاقة سلبية بين ربحية الشركات والسياسات العدوانية والسياسات المحافظة الاستثمارية والتمويلية لرأس المال العامل. وبينت الدراسة أن الشركات تحقق عوائد سالبة إذا اتبعت سياسة رأس مال عامل عدوانية. وعلاوة على ذلك، بينت الدراسة أنه لا توجد علاقة بين مستويات الموجودات والمطلوبات المتداولة ومخاطر الشركة.

بينت الدراسات السابقة وجود علاقة بين إدارة رأس المال العامل وأداء الشركات المتمثلة بالربحية وإن اختلفت مقاييس الربحية بين الدراسات لعدد من البلدان. وهو ما يفسر أن الكفاءة في إدارة رأس المال العامل يؤدي لأداء أفضل للشركات. إذا يمكن للشركات من خلال إدارة كفؤة تقليل مدة دورة التحول النقدية، ومتوسط فترة التحصيل ومتوسط فترة التخزين، فإنه يؤدي إلى زيادة ربحية الشركة. وتأتي هذه الدراسة استكمالاً للأدبيات الدراسات المالية بهذا المجال، وتقدم دليلاً جديداً على طبيعة العلاقة بين إدارة رأس المال وربحية الشركات الصناعية في بيئة اقتصادية قد تختلف نوعاً ما عن بيئات الدراسات السابقة من حيث التطور الاقتصادي، وطبيعة السوق المالي الذي تعمل به الشركات الصناعية الأردنية.

فرضيات الدراسة

وفقاً لمضمون البحث ومشكلته، وأسئلته، وبناء على الدراسات السابقة تم تطوير عدد من الفرضيات التي تحاول اختبار أثر رأس المال العامل على ربحية الشركات الصناعية الأردنية، وقد تم صياغتها بطريقة الفرضية العدمية أو الصفرية على النحو الآتي:

- 1- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير دورة التحول النقدي ومكوناتها (متوسط فترة التحصيل، ومتوسط فترة التخزين، ومتوسط فترة السداد) على ربحية الشركات الصناعية مقاساً بالعائد على الموجودات.
- 2- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمتغيرات الضابطة (حجم الشركة، ونسبة الدين، ونسبة التداول (السيولة) على ربحية الشركات الصناعية مقاساً بالعائد على الموجودات.
- 3- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير دورة التحول النقدي ومكوناتها (متوسط فترة التحصيل، ومتوسط فترة التخزين، ومتوسط فترة السداد) على ربحية الشركات الصناعية مقاساً بالعائد على حقوق الملكية.
- 4- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمتغيرات الضابطة (حجم الشركة، ونسبة الدين، ونسبة التداول (السيولة) على ربحية الشركات الصناعية مقاساً بالعائد على حقوق الملكية.

منهجية الدراسة

اعتمد الباحث على منهج التحليل الوصفي، باعتداده على مجموعة من الأدوات البحثية؛ لغرض استكمال متطلبات البحث في جانبه النظري والتطبيقي، كما يلي:

- الجانب النظري: اعتمد في هذا الجانب على ما هو متوفر من مصادر عربية وأجنبية، من كتب وبحوث ودراسات، ونشرات صادرة عن سوق عمان المالي، التي تم الحصول عليها من المكتبات، وقواعد البيانات الإلكترونية، وشبكة الإنترنت، والبيانات المنشورة على موقع سوق عمان المالي.
- الجانب الميداني: اعتمد في هذا الجانب على القوائم المالية (قائمة المركز المالي وقائمة الدخل للشركات الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، إضافة إلى التقارير السنوية للشركات عينة الدراسة.

مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة (2003-2012)، والتي بلغ عددها (69) شركة في نهاية عام (2012)، بينما بلغ حجم العينة (48) بما نسبته 70% تقريباً من مجتمع الدراسة، وقد تم اختيار عينة الدراسة بناءً على المعايير الآتية:

- 1- أن تكون الشركة مدرجة في سوق عمان المالي خلال فترة الدراسة.
- 2- أن تتوفر البيانات عن الشركة خلال فترة الدراسة.
- 3- ألا تكون الشركة قد أوقفت عن التداول خلال فترة الدراسة.
- 4- ألا تكون الشركة من الشركات المالية وشركات التأمين.

تم جمع البيانات من القوائم المالية: (قائمة المركز المالي، وقائمة الدخل)، وذلك بالرجوع إلى قوائم الشركات المنشورة في موقع سوق عمان (دليل الشركات)، والرجوع إلى التقارير السنوية للشركات.

وبناءً على عينة الدراسة، تم تحليل البيانات لمدة 10 سنوات خلال الفترة (2003-2012)، ويستند التحليل على البيانات السنوية، حيث بلغ عدد المشاهدات (480) مشاهدة، (48 شركة × 10 سنوات).

متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

تهدف الدراسة لاختبار أثر رأس المال العامل على ربحية الشركات الصناعية الأردنية المدرجة بسوق عمان المالي. وتم اختيار متغيرات الدراسة بناءً على مجموعة دراسات سابقة مثل (Yung-Jang, 2002) و (Raheman & Nasr, 2007) و (Deloof, 2003) و (Mohammad & Saad, 2010) و (Mobeen et al., 2011)، وهذه المتغيرات هي:

المتغير التابع:

1- الربحية: حيث تم قياس الربحية عن طريق:

أ- العائد على الموجودات (ROA) والذي هو عبارة عن نسبة صافي الربح إلى إجمالي الموجودات، والعائد على الموجودات يبين كفاءة الإدارة في استخدام الموجودات في توليد الأرباح، وتم قياسه على النحو التالي:

$$\text{العائد على الموجودات} = \text{صافي الربح} / \text{إجمالي الموجودات}$$

ب- العائد على حقوق الملكية (ROE): والذي هو عبارة عن نسبة صافي الربح إلى إجمالي حقوق الملكية، والعائد على حقوق الملكية يبين كفاءة الإدارة في استثمار أموال الملاك لتوليد الأرباح، وتم قياسه على النحو التالي:

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \text{صافي الربح} / \text{إجمالي حقوق الملكية}$$

المتغيرات المستقلة

1- فترة التحويل النقدي

دورة التحويل النقدي هي مقياس شائع لإدارة رأس المال العامل. حيث تقاس متوسط عدد الأيام ما بين شراء المواد الخام حتى تحصل الشركة على الأموال من خلال بيع منتجاتها. وكلما زادت الفترة زاد الاستثمار في رأس المال العامل، ومن الممكن أن يؤدي طول فترة التحويل النقدي إلى زيادة الربحية لأن ذلك يؤدي إلى زيادة المبيعات، كما إن ذلك قد يؤدي تخفيض الربحية إذا كانت تكاليف الاستثمار في رأس المال العامل يفوق منافعه (Deloof, 2003). وتقاس على النحو التالي:

$$\text{فترة التحويل النقدي} = \text{متوسط فترة التحصيل} + \text{متوسط فترة التخزين} - \text{متوسط فترة السداد}$$

2- متوسط فترة التخزين

من المعروف أن المخزون إما أن يكون في شكل مواد الخام، أو سلع شبه مصنعة، أو سلع تامة الصنع، والاحتفاظ بمستويات عالية من المخزون ليس دائمًا مؤشرًا جيدًا للشركة، لأن ذلك قد يؤدي إلى زيادة تكلفة التخزين بالإضافة إلى تقادم المخزون. وتم قياسها على النحو التالي:

$$\text{متوسط فترة التخزين} = [\text{المخزون} * 365] / \text{تكلفة المبيعات}$$

3- متوسط فترة السداد

الذمم الدائنة هي المبالغ المستحقة على الشركة لصالح موردين السلع والخدمات، وهي نوع من أنواع الائتمان لصالح الشركة. عندما يقدم الموردين هذا النوع من الائتمان للشركة، فإنه يتم منح الشركة نوع من المرونة في إدارة التزاماتها قصيرة الأجل. وتستخدم فترة السداد للحكم على كفاءة الشركة في تسديد الالتزامات قصيرة الأجل. وتم قياسها على النحو التالي:

$$\text{متوسط فترة السداد} = [\text{الذمم الدائنة} * 365] / \text{تكلفة البضاعة المباعة}$$

4- متوسط فترة التحصيل

هو المبلغ الذي تحتاج الشركة لجمعه من عملائها. والهدف الرئيس من منح الائتمان التجاري للعملاء هو زيادة المبيعات. حيث يمكن قياس فعالية وكفاءة تحصيل الديون من خلال عدد أيام التحصيل. فكلما زاد عدد أيام التحصيل فإن هذا مؤشر على عدم فعالية سياسة تحصيل الديون، وتم قياسها على النحو التالي:

$$\text{متوسط فترة التحصيل} = [\text{الذمم المدينة} * 365] / \text{المبيعات}$$

5- نسبة الدين

الدين هو التزام مستحق على الشركة تجاه أحد المؤسسات التمويلية. والدين يمكن أن يكون قصير الأجل أو طويل الأجل. والديون قصيرة الأجل تعني أن الدين واجب السداد خلال سنة أو أقل. والديون طويلة الأجل تعني أن الديون واجبة السداد بعد سنة واحدة فأكثر. ونسبة الديون العالية ليست مؤشرًا جيدًا، لأن ذلك يؤدي إلى زيادة درجة المخاطر، كما يمكن أن يُضعف فرص الحصول على القروض في المستقبل. وتم قياسها على النحو التالي:

$$\text{نسبة الديون} = (\text{إجمالي الديون} / \text{إجمالي الموجودات}) * 100$$

6- حجم الشركة

يمكن أن يؤثر حجم الشركة على أداء الشركة من عدة جوانب. فإذا كانت الشركة كبيرة الحجم في السوق الذي تعمل فيه، فإن ذلك يعطيها قوة تفاوضية لعقد صفقات جيدة مع المورد. ومن جانب آخر يكون المقرضين أكثر اطمئنانًا وارتياحًا لتقديم القروض لهذا النوع من الشركات. ويكون لديها قنوات توزيع قوية تمكنها من الوصول بسهولة للعملاء، وكل ذلك ينعكس على قدرة الشركة في تحقيق الأرباح. وتم قياسه على النحو التالي:

$$\text{حجم الشركة} = \text{لوغاريتم إجمالي الموجودات}$$

7- نسبة التداول (السيولة)

تُعد نسبة السيولة مؤشرًا تقليديًا لقياس سيولة الشركة، فهي تعكس قدرة الشركة على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل، وتُعد السيولة أحد أهداف الإدارة المالية التي تؤثر على درجة تحقيق الشركة للربحية بناءً على مستوى الاستثمار في الموجودات المتداول. وتم قياسها على النحو التالي:

$$\text{نسبة التداول} = (\text{الموجودات المتداولة} / \text{المطلوبات المتداولة})$$

الأساليب الإحصائية

لتحليل أثر رأس المال العامل على ربحية الشركات الصناعية الأردنية، تم استخدام نموذج انحدار يعتمد على نماذج بيانات طولية (Panel Model)، حيث تجمع هذه النماذج بين بيانات السلاسل الزمنية (Time Series) وبيانات (Cross-sectional)، فهي تأخذ في الاعتبار أثر التغيير في الزمن، وكذلك أثر التغيير في المشاهدات المقطعية. وتعرف البيانات الطولية على إنها مشاهدات مقطعية مقاسه في فترات زمنية معينة، حيث تشمل المشاهدات المقطعية الدول، والمحافظات، والشركات.. إلخ (Gujarati, 2003)، ومن مزايا هذا الأسلوب التحكم في عدم تجانس التباين الخاص الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية أو حالة بيانات السلاسل الزمنية، كما إنه يعطي كفاءة أفضل وزيادة في درجات الحرية، وكذلك أقل تعديدية خطية بين المتغيرات، ومحتوى معلوماتي أكثر إذا ما تم استخدام البيانات المقطعية أو الزمنية. والنموذج الأساسي للبيانات الجدولية (Panel Data)

$$Y_i = \beta X_i + U_i \dots\dots\dots(1)$$

حيث تمثل Y المتغير التابع، i الوحدة، t الزمن، X المتغيرات المستقلة، U هيكل حد الخطأ غير المحدد في هذه المعادلة حيث تبدو مستقلة لكل من الوحدات i، والزمن t، (Worral and Pratt, 2000).

هذا ومن الممكن أن يستخدم في تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Time Series and Cross-section Data) أو نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model) أو نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model). إن نموذج التأثيرات الثابتة له ميول ثابتة عبر الزمن، أما الحد الثابت فهو مختلف لكل وحدة ولكنه ثابت عبر الزمن، حيث يعكس الحد الثابت خصائص الوحدات محل الاختبار حيث تختلف هذه الخصائص من وحدة لأخرى. وبالنسبة لنموذج التأثيرات العشوائية، فإن الميل أيضاً ثابت عبر الزمن، إلا أن الحد الثابت عشوائي، وهذه العشوائية هي دالة في متوسط القيم مضافاً إليها الحد العشوائي (Manez, Rochina, and Sanchis 2004).

ويتم استخدام اختبار هوسمان (Hausmann Test) لاختيار الاختبار الملائم لنموذج التأثيرات الثابتة أو نموذج التأثيرات العشوائية، وذلك في الاعتماد على قيمة احتمالية أو مستوى المعنوية (Probability) الخاصة بـ (Chi-Square) فإذا كانت قيمتها أقل من 5% يتم استخدام نموذج التأثيرات الثابتة، وإذا كانت أكبر من 5% يتم استخدام نموذج التأثيرات العشوائية (Torres-reyna, 2007).

وبناءً على تحليل البيانات الطولية، وتعريف متغيرات الدراسة، تم تحديد النموذج الرياضي لغايات اختبار الفرضيات على النحو التالي:

$$ROA = \alpha + \beta_1 CCC + \beta_2 AIP + \beta_3 ACP + \beta_4 APP + \beta_5 SIZE + \beta_6 DR + \beta_7 CR + \mu \dots\dots\dots(2)$$

$$ROE = \alpha + \beta_1 CCC + \beta_2 AIP + \beta_3 ACP + \beta_4 APP + \beta_5 SIZE + \beta_6 DR + \beta_7 CR + \mu \dots\dots\dots(3)$$

حيث تشير:

ROA: العائد على الموجودات	ROE: العائد على حقوق الملكية	CCC: دورة التحول النقدية
AIP: متوسط فترة التخزين	ACP: متوسط فترة التحصيل	APP: متوسط فترة السداد
DR: نسبة الدين	CR: نسبة التداول (السيولة)	μ: حد الخطأ العشوائي

α = المقطع الثابت

1- الإحصاء الوصفي للبيانات

يعرض الجدول رقم (1) نتائج التحليل الوصفي لقيم المتغيرات في النموذج الذي تم اعتماده لاختبار العلاقة بين متغيرات البحث.

جدول رقم (1)
الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

	Mean	Minimum	Maximum	.Std. Dev	Observations
ROA	0.041378	-0.07942	0.122883	0.109719	480
ROE	0.080989	-0.04375	0.114459	0.457614	480
CCC	33.59016	39.981167	125.4781	26.83336	480
ACP	97.6236	59.38274	214.6254	137.4360	480
APP	187.0163	77.0000	285.3339	155.8206	480
AIP	122.9829	196.7859	56.48399	35.37593	480
SIZE	6.993616	6.621945	7.643531	0.344402	480
CR	1.960288	0.958735	3.589833	0.481888	480
DR	0.579531	0.232520	0.884063	0.200042	480

يبين الجدول رقم (1) الإحصاء الوصفي للمتغيرات المستخدمة في الدراسة. حيث يبين عدد المشاهدات، وأدنى قيمة، وأعلى قيمة، والمتوسط، والانحراف المعياري للمتغيرات، ويبين الجدول أن متوسط العائد على الموجودات (ROA) هو 4.1% حيث بلغت أعلى قيمة 12.3% وأدنى قيمة 7.9%، وبلغ الانحراف المعياري 11%، مما يشير إلى أن تباين العائد على الموجودات ليس كبيراً نوعاً ما عبر الشركات الصناعية. ويبين الجدول أن متوسط العائد على حقوق الملكية (ROE) هو 8.1% حيث بلغت أعلى قيمة 11.4% وأدنى قيمة 4.4%، وبلغ الانحراف المعياري 4.3%. وبلغ متوسط فترة التحصيل (ACP) للشركات الصناعية 98 يوماً وبحد أقصى 214 يوماً وبحد أدنى 59 يوم. وهذا يعني أن الشركات الصناعية الأردنية تمنح فترة ائتمان مرنة لعملائها مما قد يؤدي إلى زيادة مبيعات الشركات. وبلغ متوسط فترة السداد 187 يوماً، بحد أقصى 285 يوماً، وبحد أدنى 77 يوماً، وانحراف معياري 156 وهو مرتفع مما يعني وجود تباين كبير في فترة السداد. وبالنسبة للتخزين فقد بلغ متوسط فترة التخزين 122 يوماً بحد أقصى 196 يوماً وبحد أدنى 56 يوماً، وبلغ متوسط فترة التحويل النقدي 35 يوماً للشركات الصناعية الأردنية للحصول على النقد. أما السيولة والمقاسة بنسبة التداول، فقد بلغ متوسط السيولة 1.96 مرة وبحد أقصى 3.58 مرة وبحد أدنى 0.95 مرة. وهذا يعني أنه بالمتوسط فإن الشركات تحتفظ بسيولة كافية لتغطية التزاماتها المتداولة. أما حجم الشركة فقد بلغ المتوسط 6.7 بحد أقصى 7.6 وأدنى 13.2. في الانحراف المعياري هو 6.62. وفيما يتعلق بالدين، فقد بلغ متوسط نسبة الدين 58% تقريباً وبأعلى قيمة بلغت 88% وبأدنى قيمة بلغت 23% وهي نسبة ضمن الحدود المقبولة، خصوصاً ونحن نتحدث عن قطاع الصناعة الذي يحتاج إلى مبالغ كبيرة لتمويل عملياته.

2- تحليل الارتباط

تشير مصفوفة الارتباط بين المتغيرات كما هي مبينه في جدول رقم (2) إلى أن هناك ارتباط موجب بين مقاييس الربحية، وهي العائد على الموجودات والعائد على حقوق الملكية ودورة التحول النقدي، حيث بلغ معامل الارتباط تقريباً 14% و14% على التوالي، بينما بلغ معامل الارتباط ما بين مقاييس الربحية (العائد على الموجودات والعائد على حقوق الملكية) والمتغيرات المستقلة الأخرى كما يلي:

بلغ معامل الارتباط ما بين مقاييس الربحية ومتغير متوسط فترة التحصيل 20% و25% على التوالي، وبينها وبين متغير متوسط فترة التخزين 35% و42% على التوالي، ومع متغير فترة السداد بلغ 23% و32% على التوالي، أما معامل الارتباط ما بين مقاييس الربحية والمتغيرات الضابطة فقد بلغ 55% و50% لمتغير السيولة و-58% و-67% لمتغير نسبة الدين بينما بلغ 17% و37% لمتغير حجم الشركة على التوالي، وجميع قيم الارتباط ضمن القيم الاعتيادية، وتؤشر لعدم وجود ارتباط ذاتي بين المتغيرات.

جدول رقم (2)
الارتباط بين المتغيرات

	ROA	ROE	CCC	ACP	APP	CR	DR	SIZE	AIP
ROA	1								
ROE	0.954	1							
CCC	0.139	0.140	1						
ACP	0.199	0.253	-0.240	1					
APP	0.231	0.318	-0.307	0.376	1				
CR	0.551	0.696	0.373	0.243	0.314	1			
DR	-0.578	-0.669	-0.662	-0.177	-0.228	-0.727	1		
SIZE	0.165	0.366	-0.302	0.580	0.627	0.479	-0.114	1	
AIP	0.353	0.526	0.337	0.234	0.376	0.722	-0.816	0.280	1

3- تحليل النتائج واختبار الفرضيات

تم تقدير نماذج الدراسة باستخدام نماذج تحليل البيانات الطولية، ونموذج التأثيرات العشوائية ونموذج التأثيرات الثابتة، ولغاية المفاضلة بين النموذج الأكثر مناسبة تم إجراء اختبار هوسمان (Hausman Test)، حيث أشارت نتائجه إلى أن نموذج التأثيرات الثابتة هو المناسب لاختبار أثر رأس المال العامل على ربحية الشركات الصناعية الأردنية لنموذجي الدراسة عندما يكون مقياس الربحية العائد على الموجودات والعائد على حقوق الملكية، حيث كانت نسبة الاحتمالية أو مستوى المعنوية أقل من 5% ل مربع -كاي، حيث بلغت (0.012). والجدولين (3) و(4) تبين نتائج تحليل الانحدار.

جدول رقم (3)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة والمتغير التابع العائد على الموجودات

Dependent Variable: ROA				
Sample: 2003 2012				
Total Panel (Balanced) Observations: 480				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	.Prob
C	0.848664	0.103874	8.170133	0.0000
CCC	-0.003434	0.000225	-15.24686	0.0000
ACP	-0.000145	3.49E-05	-4.146630	0.0000
AIP	-0.002663	0.000191	-13.94745	0.0000
APP	-0.002341	0.000532	-7.12854	0.0000
SIZE	0.037775	0.017902	2.110167	0.0354
CR	-0.043979	0.019050	-2.308573	0.0214
DR	-1.104584	0.066324	-16.65430	0.0000
Cross-section Fixed (Dummy Variables)				
R-squared	0.622296	Mean dependent var		0.041378
Adjusted R-squared	0.575305	S.D. dependent var		0.109719
F-statistic	13.24278	Durbin-Watson stat		2.270083
Prob (F-statistic)	0.000000			

جدول رقم (4)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة والمتغير التابع العائد على حقوق الملكية

Dependent Variable: ROE				
Sample: 2003 2012				
Total Panel (Balanced) Observations: 480				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	.Prob
C	0.715119	0.368639	1.939889	0.0531
CCC	-0.013053	0.000799	-16.33155	0.0000
ACP	-0.000918	0.000124	-7.416007	0.0000
AIP	-0.008035	0.000678	-11.85812	0.0000
APP	-0.002160	0.002171	-10.53545	0.0000
SIZE	0.488146	0.063531	7.683584	0.0000
CR	-0.227610	0.067607	-3.366640	0.0008
DR	-4.319241	0.235378	-18.35020	0.0000
Cross-section Fixed (Dummy Variables)				
R-squared	0.726534	Mean dependent var	0.080989	
Adjusted R-squared	0.692511	S.D. dependent var	0.457614	
F-statistic	21.35430	Durbin-Watson stat	2.540742	
Prob (F-statistic)	0.000000			

يبين الجدول رقم (3) والجدول رقم (4) نتائج تحليل الانحدار لنموذجي الدراسة رقم (2) و(3) عندما يكون المتغير التابع ربحية الشركات الصناعية مقاساً بالعائد على الموجودات والعائد على حقوق الملكية على التوالي. حيث تُظهر النتائج وجود علاقة سلبية ومعنوية إحصائياً عند مستوى دلالة (1%) ما بين دورة التحول النقدي وربحية الشركات الصناعية الأردنية المقاسة بالعائد على الموجودات (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE). وهذا يعني أنه كلما زادت مدة دورة التحول النقدي، كلما قلت ربحية الشركات الصناعية الأردنية. وهذا يعني أن مدراء الشركات يستطيعون من خلال استخدام استراتيجيات رأس المال العامل من زيادة الربحية إذا ارتبطت بكفاءة وفعالية في إدارة رأس المال العامل، وحسب (Deloof, 2003) كلما زادت مدة دورة التحول النقدي زاد الاستثمار في رأس المال العامل، ومن الممكن أن يؤدي طول فترة التحول النقدي إلى زيادة الربحية لأن ذلك يؤدي إلى زيادة المبيعات، كما إن ذلك قد يؤدي إلى تخفيض الربحية إذا كانت تكاليف الاستثمار في رأس المال العامل تفوق منافعه، وبين (Gill et al., 2010) في دراسته التي أجراها على الشركات الأمريكية إنه يمكن للمدراء تعزيز وتحسين ربحية شركاتهم من خلال التعامل الصحيح مع دورة التحول النقدي، وكذلك من خلال الحفاظ على الحسابات المدينة بمستوى أمثل. كما فسروا العلاقة السالبة بين الحسابات المدينة للشركة والربحية بأن الشركات الأقل ربحية تسعى إلى تخفيض الحسابات (الذمم) المدينة للحد من الفجوة النقدية في دورة التحول النقدي. وهذه النتيجة تتفق مع دراسة كل من (Quayyum, 2011)، (Izadinia and Taki, 2010)، (Rehman, 2006)، (Rezazadeh and Heydarian, 2010)، (Mobeen et al., 2011) حيث أكدوا أن العلاقة ما بين دورة التحول النقدي (CCC) والربحية هي علاقة عكسية (سالبة).

كما تبين النتائج وجود علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية ما بين متوسط فترة التحصيل وربحية الشركات الصناعية الأردنية المقاسة بالعائد على الموجودات (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) وهذا يعني أن الشركات الصناعية الأردنية تستطيع زيادة ربحيتها إذا قللت متوسط فترة التحصيل الخاصة بهم، وكما أوضح (Mathuva, 2010) كلما سدد العملاء أسرع، حصلت الشركة على أموال أكثر، وعملت على إعادة استثمارها في المخزون، وبالمحصلة سيؤدي ذلك إلى ارتفاع المبيعات الذي يؤدي إلى ربح أعلى. كما إن (Deloof, 2003) أثبت أن الشركات ذات الربحية المنخفضة

اضطرت للانتظار فترة طويلة لسداد فواتيرهم. وهذه النتيجة تتفق مع دراسة (Dong and Su, 2010) و (Gill et al., 2010) حيث أكدوا أهمية تخفيض متوسط فترة التحصيل للشركة من أجل تعزيز الربحية.

كما بينت النتائج وجود نفس العلاقة السالبة والإحصائية معنوية وعند مستوى دلالة (1%) ما بين متوسط فترة التخزين ومتوسط فترة السداد وربحية الشركات الصناعية الأردنية المقاسة بالعائد على الموجودات (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE)، الأمر الذي يعني الشركات الصناعية تستطيع زيادة ربحيتها إذا قامت بتقليل متوسط فترة السداد وتقليل فترة تخزين البضائع، بما يعني زيادة المبيعات وزيادة في معدل دوران المخزون، وفيما يتعلق بفترة التخزين فإن الاحتفاظ بمستويات عالية من المخزون يعني زيادة النفقات حيث تؤدي المستويات العالية من المخزون إلى نفقات عالية وانخفاض في الأرباح. فعلى الرغم من أن الاحتفاظ بمستوى عال من المخزون يقلل من خطر نفاد المخزون إلا أنه سوف يؤدي إلى خفض النقدية المتاحة وبالتالي الإيرادات المتوقعة (Deloof and Jegers, 1996) (Long, et al. 1993).

ويمكن تقديم تفسير آخر، وهو أن ضعف استراتيجيات التسويق داخل الشركات يؤدي إلى تراكم البضائع في المستودعات، وبالتالي سيقبل من الإبداع في خلق خطوط إنتاج جديدة التي من شأنها تقليل حصص الشركة وربحيتها، وفيما يتعلق بفترة السداد، فإن النتيجة تتفق مع دراسة كل من (Deloof, 2003) (La Poita et al., 1997, 1998) الذين طبقوا دراساتهم في بلجيكا، حيث وجدوا أن ضعف الحماية القانونية للمساهمين من الشركات والدائنين، يجعل التمويل المصرفي والائتمان التجاري أكثر جاذبية. كما بين (Raheman and Nasr, 2007) أن الشركات العاملة في البلدان ذات الأسواق المالية الأقل تميل إلى استخدام الائتمان التجاري الذي يقدمه الموردون. كما إن تسريع المدفوعات للموردين قد يؤدي إلى زيادة الربحية وذلك لأن الشركات في كثير من الأحيان تحصل على خصم كبير عند الدفع الفوري، وفي الأردن فإن الأزمات المالية ومشكلات السيولة في الأردن سوف تؤدي إلى زيادة الذمم الدائنة، والذي يؤدي إلى انخفاض الربحية بسبب الشيكات المسترجعة، والتي بلغت قيمتها عام 2012 مبلغ (1557.5) مليون دينار (البنك المركزي الأردني).

كما تشير النتائج إلى وجود علاقة سالبة وذات دلالة إحصائية بين السيولة المقاسة بنسبة التداول (CR) وربحية الشركات الصناعية الأردنية المقاسة بالعائد على الموجودات (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) عند مستوى معنوي (5%). وهذه النتيجة تعكس المبدأ الذي يجب أن تقوم عليه إدارة رأس المال من ضرورة أن يكون هناك توازن وموازنة ما بين هدي الربحية والسيولة، وألا يكون تحقيق أحدهما على حساب الآخر لذلك ظهرت العلاقة السالبة لتبين إنه كلما زاد الاستثمار في الموجودات المتداولة سيكون ذلك على حساب قدرة الشركة على تحقيق الربح.

وقد بين (Assaf Neto, 2003) أنه كلما زادت الأموال المستثمرة في الموجودات المتداولة، انخفضت الربحية، وبالوقت نفسه كانت الخطورة أقل ضمن سياسة رأس المال العامل. بالمقابل فإنه كلما قلت الأموال المستثمرة في الموجودات المتداولة، زادت الربحية وزادت المخاطر، وذلك بسبب الاحتمالات العالية من عدم قدرة الشركة على تسديد التزاماتها، وهذه النتيجة تتفق مع دراسة كل من (Lazaridis and Tryfonidis, 2006) و (Eljelly, 2004).

وبالنسبة للعلاقة بين متغير حجم الشركة والربحية، فقد بينت النتائج أن هناك علاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية بين العائد على الموجودات (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) وحجم الشركة. من المعروف أن الشركات الكبيرة لديها قدرة على المنافسة أكثر بالمقارنة مع الشركات الصغيرة في المجالات التي تتطلب المنافسة. وذلك بسبب أن لديها حصص سوقية (Market Share) أكبر في السوق، وبالإضافة إلى ذلك، فإن الشركات الكبيرة قادرة على اغتنام واستغلال الفرص للعمل في المجالات التي تتطلب مبالغ كبيرة من المال بما تمتلك من موارد أكبر، وهذا الوضع يتيح لهم الفرصة للعمل في مجالات أكثر ربحية مع منافسة أقل. وهذه النتيجة تتفق مع النتائج التي توصلت إليها دراسة (Javid and Zita, 2014) الذين وجدوا علاقة موجبة بين المتغيرين، ولكنها لا تتفق مع النتائج التي توصلت إليها دراسة (Ali and Hassan, 2010) الذين وجدوا علاقة سلبية بين المتغيرين، ودراسة (Amarjit, 2010) الذي لم يجد أي علاقة بين حجم الشركة والربحية، وأظهرت النتائج وجود علاقة سالبة وذات دلالة إحصائية بين العائد على الموجودات (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) ونسبة الدين، وهذا يعني أنه كلما زادت نسبة الدين قلت ربحية الشركات الصناعية والعكس صحيح، على اعتبار أن زيادة التزامات الشركة يعني زيادة درجة المخاطر المتمثل باحتمال عدم القدرة على تسديد الالتزامات، وبالتالي يكون هذا عائق أمام الشركة

للحصول على تمويل جديد لغاية تمويل استثمارات تمكن الشركة من زيادة وتحقيق الربحية. وهذه النتيجة تتفق مع دراسة كل من (Alam et al., 2011), (Ching, 2011), (Raheman and Nasr, 2007), (راضي، 2009).

كما يلاحظ من نتائج التحليل أن لكلا نموذجي الدراسة قوة تفسيرية، إذ بلغت قيمة معامل التحديد (r^2) لنموذج الدراسة رقم (1) (0.58) الأمر الذي يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته (58%) من التغير في المتغير التابع وهو ربحية الشركات، كما بلغت قيمة معامل التحديد (r^2) لنموذج الدراسة رقم (2) (0.69) الأمر الذي يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته (69%) من التغير في المتغير التابع وهو ربحية الشركات الصناعية الأردنية. وأخيراً وبناء على نتائج تحليل الانحدار لنموذجي الدراسة، فإننا نرفض الفرضيات الصفرية وقبول الفرضيات البديلة والتي تتضمن في مجملها وجود علاقة ومعنوية إحصائية بين رأس المال العامل والمتغيرات الضابطة وربحية الشركات الصناعية الأردنية.

النتائج والتوصيات

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر إدارة رأس المال العامل على ربحية الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة 2003-2012، وقد توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج، من أهمها:

- 1- وجود علاقة سالبة وذات دلالة إحصائية عند مستوى 1% بين دورة التحول النقدي وربحية الشركات الصناعية الأردنية المقاسة بالعائد على الموجودات (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE).
- 2- وجود علاقة سالبة وذات دلالة إحصائية عند مستوى 1% بين مكونات دورة التحول النقدي (متوسط فترة التحصيل، ومتوسط فترة التخزين، ومتوسط فترة السداد) وربحية الشركات الصناعية الأردنية المقاسة بالعائد على الموجودات (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE).
- 3- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 1% بين المتغيرات الضابطة (نسبة التداول، والسيولة)، ونسبة الدين) وربحية الشركات الصناعية الأردنية المقاسة بالعائد على الموجودات (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE).
- 4- وجود علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية عند مستوى 1% بين متغير حجم الشركة وربحية الشركات الصناعية الأردنية المقاسة بالعائد على الموجودات (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE).
- 5- بلغ متوسط فترة التحويل النقدي للشركات الصناعية (34) يوماً، ومتوسط فترة التحصيل (98) يوماً، ومتوسط فترة التخزين (123) يوماً، ومتوسط فترة السداد (187) يوماً.

التوصيات

في ضوء اختبار الفرضيات وتحليل البيانات والنتائج التي تم التوصل إليها، فإن الدراسة تقدم عدد من التوصيات على النحو التالي:

- 1- أن تركز الشركات الصناعية الأردنية على مبدأ المبادلة (Trade-off) بين هدي الربحية والسيولة بمعنى الموازنة في الاستثمار بين الأصول المتداولة والثابتة، وألا يكون إحداها على حساب الآخر.
- 2- أن تقوم الشركات الصناعية الأردنية بإدارة رأس المال العامل (إدارة الموجودات المتداولة والمطلوبات المتداولة) بطرق أكثر كفاءة من خلال زيادة كفاءة عمليات التحصيل، والتي بدورها تؤدي إلى زيادة الربحية.
- 3- أن تقوم الشركات بتخفيض مدة دورة التحول النقدي وذلك باتباع سياسات ائتمانية تعتمد على دراسة أوضاع المتعاملين من حيث تحليل الملاءمة المالية والقدرة على التسديد، لما لذلك من أثر على ربحية الشركات، حيث أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية بين دورة التحول النقدي وربحية الشركات.
- 4- إجراء مزيد من الدراسات بحيث تشمل قطاعات اقتصادية أخرى، كقطاع الاتصالات والقطاع المالي.
- 5- إجراء مزيد من الدراسات باستخدام مقاييس أخرى للربحية، مثل الربح الإجمالي ومقياس (Tobin's q).

المراجع

أولاً - مراجع باللغة العربية

- البنك المركزي الأردني. (2013). *النشرة الإحصائية*. عمان: البنك المركزي الأردني.
- الميداني، محمد أيمن. (2008). *الإدارة التمويلية في الشركات*. الرياض: مكتبة العبيكان.
- تيم، فايز أحمد. (2011). *مبادئ الإدارة المالية*. عمان: إثراء للنشر والتوزيع.
- حداد، فايز سليم. (2010). *الإدارة المالية*. عمان: دار حامد للنشر والتوزيع.
- راضي، حمد عبد الحسين. (2009). «العلاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية في الشركات دراسة تحليلية في عينة من الشركات الصناعية العراقية»، *مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية*، المجلد 11، العدد 4.

ثانياً - مراجع باللغة الأجنبية

- Afza, T. and M. Nazir. (2007). «Is it Better to be Aggressive or Conservative in Managing Working Capital», *Journal of Quality and Technology Management*, 3 (2), 11--21.
- Ali, S. (2011). «Working Capital Management and the Profitability of the Manufacturing Sector: A Case Study of Pakistan's Textile Industry», *The Lahore Journal of Economics* 16: 2 pp. 141–178.
- ALShubiri, F. (2011). «The Effect of Working Capital Practices on Risk Management: Evidence from Jordan», *Global Journal of Business Research*, 5(1), 39--54.
- Amarjit, G., et. al. (2010). «The Relationship between Working Capital Management and Profitability: Evidence from the United States», *Business and Economics Journal*, Vol 2010: BEJ-10
- Baltagi, B. H. (2000). *Econometric Analysis of Panel Data*. 2nd Ed. New York: John Wiley & Sons.
- Berryman, J. E. (1983). «Small Business Failure and Bankruptcy: A Survey of the Literature», *International Small Business Journal*, 1, pp. 47 - 59.
- Deloof, M. (2003). «Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms», *Journal of Business Finance & Accounting*, 30 (3 & 4), 573--587.
- Dong, et al., (2010). «The Relationship between Working Capital Management and Profitability: A Vietnam Case», *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 49, pp.59-67.
- Egbide, B. (2009). «Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in Nigeria», *Nigeria Research Journal of Accountancy*, 1(1), 4457-.
- Eljelly, A. (2004). «Liquidity, Profitability Tradeoffs: An Empirical Investigation in an Emerging Market», *International Journal of Commerce & Management*, 14 (2), pp. 48-61.
- Enyi, E. P. (2011). Corporate Solvency Management: How Effective are Contemporary Tools», *International Journal of Research in Commerce, Economics & Management*, 1 (3), 20--25.
- Falope, O. I. & O. T. Ajilore. (2009). Working Capital Management and Corporate Profitability: Evidence from Panel Data analysis of Selected Quoted Companies in Nigeria. *Research Journal of Business Management*, 3, 73--84.
- Filbeck, G., and T. Krueger. (2005). «Industry Related Differences in Working Capital Management», *Mid-American Journal of Business*, 20 (2), 11--18.

- Ganesan, V. (2007). «An Analysis of Working Capital Management Efficiency in Telecommunication Equipment Industry», *Rivier Academic Journal*, 3 (2). [Online] Available from: <http://www.rivier.edu/journal/ROAJ-Fall-2007/J119-Ganesan.pdf>
- Gill, A.; N. Bigger and N. Mathur. (2010). «The Relationship between Working Capital Management and Profitability: Evidence from the United States», *Business and Economics Journal*, 10, pp 19-.
- Gitman, L. A. (2005). *Principles of Managerial Finance*. 11th Ed. New York: Addison Wesley.
- Grablowsky, B. J. (1984). «Financial Management of Inventory», *Journal of Small Business Management*, Vol. 22.
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic Econometrics*. International edition, 4th ed. Boston USA: McGraw-Hill.
- Harris, A. (2005). «Working Capital Management.. Difficult but Rewarding», *Financial Executive* 21(4); 52--53.
- Huynh, P. D. & S. Jyh-tay. (2010). «The Relationship between Working Capital Management & Profitability: A Vietnam Case», *International Research Journal of Finance and Economics*, 49, 59--67.
- Javid, S. and V. P. M. Zita. (2014). «Impact of Working Capital Policy on Firm's Profitability; A Case of Pakistan Cement Industry», *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 5, No. 5, pp. 182 – 191.
- La Porta, R. et al., (1997). «Legal Determinants of External Finance», *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 1131--1150.
- Largay, J. and C. Stickney. (1980). «Cash Flows, Ratio Analysis and the W. T. Grant Bankruptcy», *Financial Analysts Journal*, 46: 51--54.
- Losbichler, H. & F. Mahmoodl. (2012). «Why Working Capital Should Matter to You», *Supply Chain Management Review*, No. 1, PP. 26--33.
- Manez, J. A., et al., (2004). «The Decision to Export: a Panel Data Analysis for Spanish Manufacturing», *Applied Economics Letters*. No. 11, PP. 669--673.
- Mathuva, D. M. (2010). «The Influence of Working Capital Management Components on Corporate Profitability: A Survey on Kenyan Listed Firms», *Research Journal of Business Management*, 4 (1), 1--11.
- Mobeen, A. H. et al. (2011). «Impact of Working Capital Management on Profitability and Market Valuation of Pakistani Firms», *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 32, pp. 48--54.
- Mohamad, N. (2010). «Working Capital Management: The Effect of Market Valuation and Profitability in Malaysia», *International Journal of Business and Management*, Vol. 5, No. 11. pp. 140--147.
- Nazir, M. S. & T. Afza. (2009). «Impact of Aggressive Working Capital Management Policy on Nigeria», *Nigeria Research Journal of Accountancy*, 1(1), 44--57.
- Nwankwo, O. & G. S. Osho. (2010). «An Empirical Analysis of Corporate Survival and Growth: Evidence from Efficient Working Capital Management», *International Journal of Scholarly Academic Intellectual Diversity*, 12 (1), 1--13.
- Ogundipe, S. E. et al. (2012). «Working Capital Management, Firms' Performance and Market

- Valuation in Nigeria», *World Academy of Science, Engineering and Technology*, 61, 1196 – 1200.
- Padachi, K. (2006). «Trends in Working Capital Management and its Impact on Firms' Performance: An Analysis of Mauritian Small Manufacturing Firms», *International Review of Business Research Papers*, 2 (2), 45 – 58.
 - Pass, R. & C. Pike. (1984). «An Overview of Working Capital Management and Corporate Financing», *Managerial Finance*. Vol. 10 (3), pp. 1--10.
 - Pass, R. & C. Pike. (1987). «Management of Working Capital: A Neglected Subject», *Management Decision*. Vol. 25 (1), pp. 18--24.
 - Raheman, A., et al. (2010). «Working Capital Management and Corporate Performance of Manufacturing Sector in Pakistan», *International Research Journal of Finance and Economics*, 1(47), 157--169
 - Rezazadeh, J. and J. Heidarian. (2010). «The Effect of Working Capital Management on Profitability of Iranian Companies», *Accounting Research*, 89 (7), pp. 20--29
 - Shin, H. H., & L. Soenen. (1998). «Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability», *Financial Practice and Education*, 8 (2), 37--45.
 - Smith, K. (1980). «Profitability Versus Liquidity Trade Off in Working Capital Management», *Reading on the Management of Working Capital*, pp. 1196 – 1200.
 - Torres-Reyna, O. (2007). Panel Data Analysis: Fixed and Random Effects using STATA, Princeton University. Available.[online] <http://dss.princeton.edu/training/accessedon> 182012/07/
 - Uremadu, J. A, et al. (2012). «Working Capital Management, Liquidity and Corporate Profitability among Quoted Firms in Nigeria: Evidence from the Productive Sector», *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 2(1), 80--97.
 - Valipour, H. & J. Moradi. (2012). «The Impact of Capital Expenditure on Working Capital Management: Empirical Evidences from Tehran Stock Exchange», *International Research Journal of Finance and Economics*, 85, 14--25.
 - Worrall L. J. & C. T. Pratt. (2004). Estimation Issues Associated with Time-series-cross-section Analysis in Criminology, *Western Criminology Review*, 5 (1): 35-49.
 - Zariyawati, M. A, et al. (2009). «Working Capital Management and Corporate Performance: Case of Malaysia», *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 5(11), 47--54.

The Impact of Working Capital on Profitability: An Empirical Study on the Jordanian Industrial Companies

Abdullah E. Twairesh

Northern Border University
Department of Finance and insurance
College of Business Administration
Kingdom of Saudi Arabia

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine the relationship between working capital management and profitability of Industrial Jordanian companies listed in Amman Stock Exchange for the 10 years period from 2003-2012- which comprises of (48) Industrial companies was finally used as sample size, The effect of different variables of working capital management have been studied including the Average collection period, Average Inventory period, Average payment period and cash conversion Cycle with controls variables on the return of assets (ROA) and return of equity (ROE) as a measures of profitability for Jordanian companies, Panel data methodology was adopted because it combined time series and cross sectional data. The method of analysis is correlations and multiple regression analysis.

The result showed that working capital variables has negative and significant relationship with firm's profitability. This implies that firms' performance can be increased with short size of Cash Conversion Cycle, The result showed that debt ratio and current ratio have negative and significant relationship with firm's profitability, while firm size showed positive and significant relationship with firm's profitability, the study recommended that cash conversion cycle should be reduced and Industrial Jordanian Companies must set a trade-off between profitability and liquidity so that neither the liquidity nor profitability suffers, managing working capital in more efficient ways.

Keywords: Working Capital, Profitability, Cash Conversion Cycle, Average Collection Period, Average Inventory Period, Average Payment Period.