

العوامل المؤثرة على ربحية الشركات الصناعية المساهمة في الأردن

د. حسني علي خريوش •
د. محمد عيسى العبادي •

SUMMARY

For performance valuation purposes, this study examines the industrial companies' profitability determinants within the Jordanian context. To serve the study objective, the determinants include the company's size, debit ratio, liquidity ratio, size, advertisement expenses, the market value per share, shareholder' equity, and company's age. While the study interval spans over a period of 5 years (1997-2001), 23 industrial companies are included as a study sample. By using the OLS techniques, the evidence revealed a positive and significant relationship between the companies' profitability and the measures of size, advertisement expenses, market value per share and shareholders equity. The results indicated a negative relationship with the debt and the liquidity ratios, while no significant relationship between the companies' profitability and the companies' age measure is reported. Relevant recommendations have been suggested by the end of the study.

* كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - قسم العلوم المالية والمصرفية - الجامعة الهاشمية

المقدمة

لقد اصبح موضوع تنمية القطاعات الصناعية وتطوير أدائها في مقدمة أولويات صانعي السياسات المالية والاقتصادية في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء. إن مثل هذا التوجه كان نتيجة لأهمية هذا القطاع في عملية التطوير الشاملة للجوانب الاقتصادية والاجتماعية للمجتمعات، بالإضافة إلى أهميته في تعجيل عملية التنمية وتوسيع نطاق التجارة الخارجية وتحقيق التوازن وتخفيض العجز في ميزان المدفوعات للدول. ومما زاد من ضرورة الاهتمام بالقطاع الصناعي أهميته في توفير الاحتياطات من العملات الأجنبية اللازمة لغايات تمويل المستوردات الرأسمالية والوسيطية والضرورية من أجل تنفيذ الخطط الاقتصادية التنموية وتقليل فجوة الاختناقات، وتخفيض تأثير الظروف الاقتصادية المتراجعة والتي تواكب عادة فترة النمو المتراجع أو النمو غير المتوازن للاقتصاد بشكل عام. ولا يقل أهمية في هذا المجال دور قطاع الصناعة فيما يتعلق بتشغيل الأيدي العاملة والاستغلال الأمثل لمجمل الموارد الاقتصادية المحلية كأساس لتدعيم الاقتصاديات الوطنية. إن كل ذلك يتطلب جهودا مشتركة فيما بين القطاعين العام والخاص في سبيل المحافظة على هيكلية القطاعات الصناعية وتقليل الاختلالات فيها ودعمها في سبيل تحقيق مزيد من النمو الاقتصادي والريحي، ويتطلب الأمر مزيدا من الجهد نحو الانفتاح على العالم المحيط والسير نحو مزيد من حركات التحرر والإصلاح الاقتصادي والمالي وتخفيض القيود على التجارة الخارجية وتطوير وسائل دعم الصادرات الوطنية .

محليا، فإن الأردن ليس بمعزل عن مثل هذه التوجهات والاهتمامات. من هنا تأتي الدعوات المتكررة إلى مزيد من الاهتمام بالقطاعات الصناعية وجعلها من الأهداف الاقتصادية الأساسية لتحقيق مفهوم التنمية الاقتصادية الشاملة. وكما أشارت دراسة شوتر والريموني (٢٠٠٠)، فإن هذا الاهتمام لا بد أن يركز على الصناعات السلعية القابلة للتصدير خاصة وأن الصادرات قد تضاغت خلال الفترة ١٩٧٠-١٩٩٧ أكثر من ١٣٠ مرة وبمعدل سنوي يعادل ١٨٪، في حين ارتفعت نسبة الصادرات إلى الناتج القومي الإجمالي من ٣,٦٪ عام ١٩٦٠ إلى ٢٢,٣٪ عام ١٩٩٥، ومن خلال النصف

الثاني لعقد التسعينات فقد استمرت الشركات الصناعية في لعب دور هام وأكثر حيوية في بناء وتطوير ونمو الاقتصاد الوطني. ومن مراجعة البيانات المتوفرة، يظهر لنا أن قطاع الصناعة في الأردن يساهم بحوالي ٢٤٪ من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لمتوسط السنوات ١٩٩٧-٢٠٠١ وبمعدل نمو ٦,٨٪ خلال تلك الفترة وبالأسعار الثابتة .

من خلال استعراض الجدول رقم (١) والنموذج رقم (١) يتبين حجم الاختلافات في الأهمية النسبية لمجموعات الصناعات الاستخراجية والتحويلية والكهرباء والمياه خلال الفترة ١٩٩١-٢٠٠٢ حيث كانت الصناعات الاستخراجية تشكل ما نسبته ٢,٩٠٪ عام ١٩٩٦ ارتفعت هذه النسبة إلى ٣,٢٪ للأعوام ١٩٩٧، ١٩٩٨، ١٩٩٩ على التوالي، ثم عادت هذه النسبة للتراجع (٣٪) عام ٢٠٠٢ وكذلك الحال بالنسبة للأهمية النسبية للصناعات التحويلية التي أخذت بالارتفاع من ٤,١٣٪ عام ١٩٩٦ لتصل إلى نسبة ١٦,٨٪ عام ٢٠٠٢، من خلال هذه المؤشرات نستطيع الاستدلال على أن الأهمية النسبية لمساهمة القطاعات الصناعية من الناتج المحلي الإجمالي قد أخذت بالنمو خلال السنوات ١٩٩١-٢٠٠٢ مما يبرز أهمية دراسة مثل هذه القطاعات كوحدات إنتاجية هامة لغايات التنمية الاقتصادية .

جدول رقم (١)

الأهمية النسبية لمساهمة القطاع الصناعي بالأردن من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة للسنوات (١٩٩٧-٢٠٠١)

جدول رقم (١)

أهمية النسبية لمساهمة القطاع الصناعي بالأردن من الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الثابتة للسنوات (١٩٩٧-٢٠٠١)

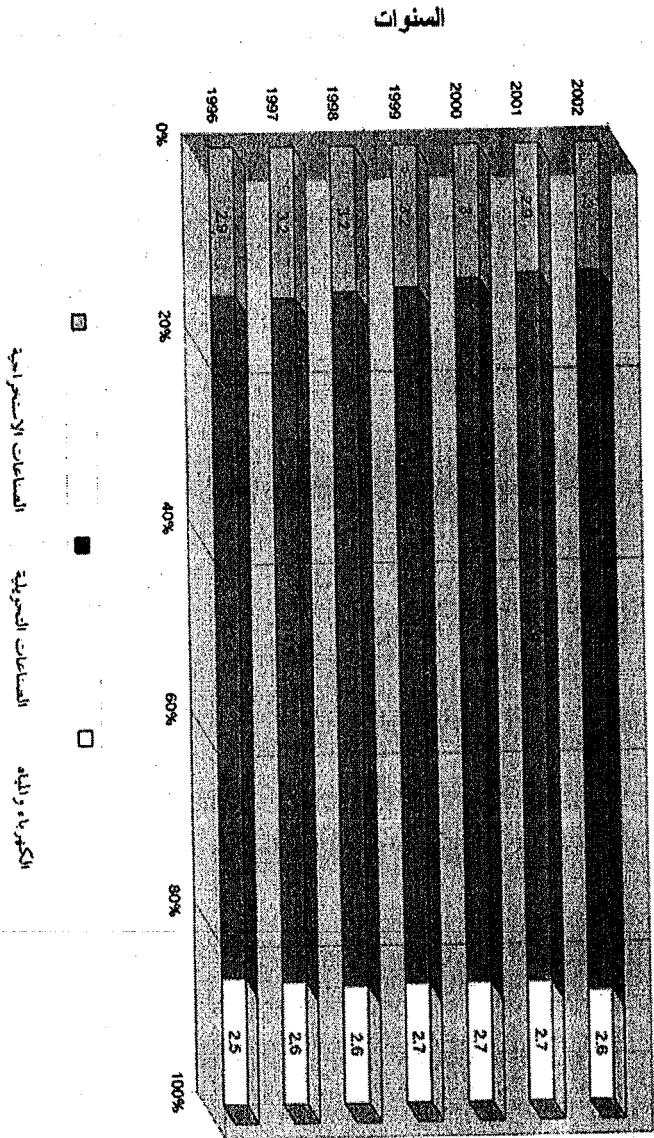
٢٠٠٢ %	٢٠٠١ %	٢٠٠٠ %	١٩٩٩ %	١٩٩٨ %	١٩٩٧ %	١٩٩٦ %	١٩٩٥ %	١٩٩٤ %	١٩٩٣ %	١٩٩٢ %	١٩٩١ %	سنوات الصناعات
٣	٢,٩	٣	٣,٢	٣,٢	٣,٢	٣,٩	١٨,٢	١٧,٧	١٥,٤	١٦,١	١٠,٥	الاستخراجية
١٦,٨	١٥,٩	١٥,٨	١٥,٧	١٥,٣	١٤,٥	١٣,٤						التحويلية
٢,٦	٢,٧	٢,٧	٢,٧	٢,٦	٢,٦	٢,٥	٣,٤	٣,٤	٣,٣	٣,١	٣,٣	الكهرباء والمياه

المصدر: البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية الشهرية أيلول ٢٠٠٢ م.

العوامل المؤثرة على ربحية الشركات الصناعية المساهمة في الأردن

نموذج رقم (1)

الأهمية النسبية لمساهمة القطاع الصناعي بالأردن من الناتج المحلي الإجمالي
بالاسطر الثابتة للسنوات 1997-2001



أما بخصوص معدلات النمو الاقتصادي للقطاع الصناعي، فلقد تراوحت ما بين النمو السالب والموجب خلال الفترة ١٩٩١-٢٠٠٢ وكما يظهر الجدول رقم (٢) أدناه فان الصناعات الاستخراجية قد نمت بالسالب خلال الفترة ١٩٩١-١٩٩٣ ثم أخذت بالارتفاع لغاية ٢٪ في عام ١٩٩٩ وانخفضت إلى -٣،١٪ عام ٢٠٠٠ واستقام النمو حتى وصل إلى ٨،٩٪ في العام ٢٠٠٢، أما الصناعات التحويلية فقد أخذت بالتذبذب من -٥،١٪ عام ١٩٩١ إلى ٦،١٠٪ عام ٢٠٠٢ أما الكهرباء والمياه فقد أخذت اتجاه النمو الموجب خلال الفترة ١٩٩١-٢٠٠٢ ومن خلال النموذج رقم (٢) يمكن الاستدلال على النمو الذي حققته الصناعات الاستخراجية خلال فترة الدراسة مما زاد من أهميتها النسبية. وكذلك الحال بالنسبة للصناعات التحويلية والتي استحوذت على مراكز الصدارة في دفع حركة النمو الاقتصادي. أما قطاع الكهرباء والمياه فيظهر النموذج رقم (٢) أن هذا القطاع قد شهد تباطؤاً واضحاً في نموه الاقتصادي من عام ١٩٩٧ إلى عام ٢٠٠٢ (٢،٧٪ إلى ٣،٦٪) مما أدى أيضاً إلى انخفاض الأهمية النسبية لهذا القطاع في الناتج المحلي الإجمالي بنسبة ١٠٪ مقارنة مع السنوات السابقة لها.

جدول رقم (٢)

معدلات النمو الاقتصادي للقطاع الصناعي في الأردن بالأسعار الثابتة للفترة الزمنية (١٩٩٧-٢٠٠١).

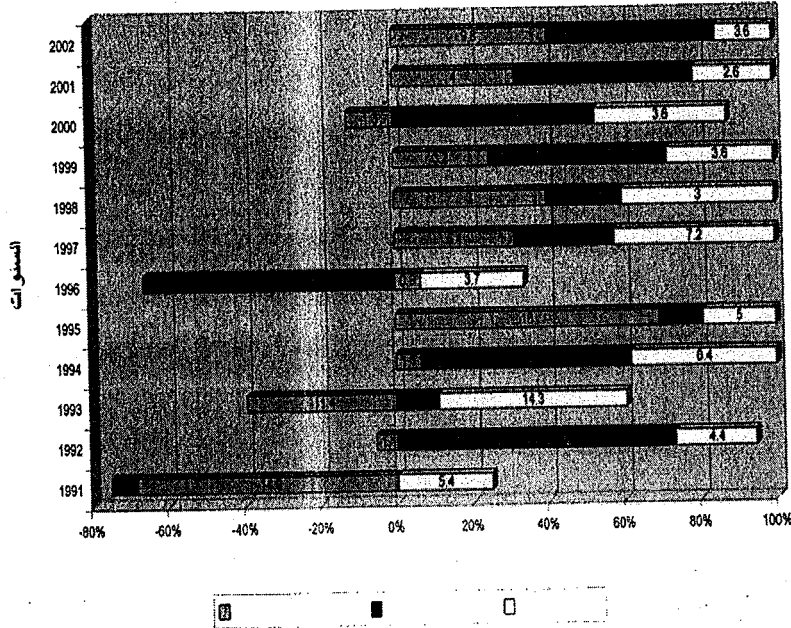
جدول رقم (٢)
معدلات النمو الاقتصادي للقطاع الصناعي في الأردن بالأسعار الثابتة للفترة الزمنية (١٩٩٧-٢٠٠١).

سنوات الصناعات	١٩٩١	١٩٩٢	١٩٩٣	١٩٩٤	١٩٩٥	١٩٩٦	١٩٩٧	١٩٩٨	١٩٩٩	٢٠٠٠	٢٠٠١	٢٠٠٢
الاستخراجية	-١٤,٩	-١,١	١١,٤	١,١	١٨	٠,٩	٥,٤	٣	٣,٢	١,٣	٤	٩,٨
التحويلية	١,٥	١,٥	٣,٢	٩,٣	٣	٩	٤,٥	١,٥	٦	٥,٦	٥,٨	١,٠٦
الكهرباء والمياه	٥,٤	٤,٤	١٤,٣	٦,٤	٥	٣,٧	٧,٢	٣	٣,٦	٣,٦	٢,٦	٣,٦

المصدر: البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية الشهرية، أيلول ٢٠٠٢ م.

نموذج رقم (٢)

معدلات النمو الاقتصادي للقطاع الصناعي في الأردن بالأسعار الثابتة للفترة ١٩٩١-٢٠٠٢ م.



الكهرباء والمياه الصناعات التحويلية الصناعات الاستراتيجية

ومن الجدير بالذكر أيضا أن لقطاع الصناعة دورا هاما وحيويا في حركة التداول في سوق عمان المالي حيث شكل معدل التداول في السوق المالي خلال الفترة ١٩٩٦-٢٠٠١ حوالي ٤٢% من إجمالي حركة التداول في سوق عمان المالي. وتبرز من خلال الجدول رقم (٣) الأهمية النسبية لحجم التداول حسب القطاعات الاقتصادية خلال الفترة ١٩٩٧-٢٠٠١.

جدول رقم (٣)

الأهمية النسبية لحركة التداول في سوق عمان المالي حسب القطاعات الاقتصادية
للفترة (٢٠٠١-١٩٩٧)

السنوات / القطاع	١٩٩٧	١٩٩٨	١٩٩٩	٢٠٠٠	٢٠٠١
الصناعة	٣٢,٦	٤٧,١	٥٢,١	٣٥,١	٣٦,١
البنوك	٤٦,٦	٤١,٥	٣٢,٩	٤٤,٧	٤٦,٤
الخدمات	١٥,٥	١٠,١	١٣,٠	١٨,٨	١٦,٢
التأمين	١,٣	١,٣	٢,٠	١,٤	١,٣

المصدر : النشرة الإحصائية الشهرية لبورصة عمان ، أيلول ٢٠٠٢ .

أما على مستوى القطاع الصناعي على سبيل الإجمال واستنادا على ما تقدم فإن تنمية هذا القطاع وتوسعته من شأنه أن يسهم في تحقيق الأهداف الربحية للشركات الصناعية بالإضافة إلى تحقيق أهداف النمو والاستقرار في أحجام المبيعات، وكذلك تحسين القوة التنافسية للقطاع الصناعي والاستغلال الأمثل للطاقات الإنتاجية المتوفرة في جنبات هذا القطاع بفئاته المختلفة. من هنا جاءت أهمية دراسة أداء هذا القطاع من خلال اختبار محددات الربحية وإبراز الأثر الإجمالي لهذه المحددات لما لذلك من أهمية في إبراز القدرة على تفعيل واستخدام الموارد المتاحة، على اعتبار أن الربحية هي إحدى المؤشرات الهامة لقياس مدى نجاح وقدرة هذا القطاع .

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تقييم أداء الشركات الصناعية المساهمة من خلال اختبار العوامل المؤثرة على عامل الربحية لهذه الشركات، ومحاولة التوصل إلى نتائج وتوصيات من شأنها أن تساعد على إبراز أهم العوامل المؤثرة على الربحية، وبالتالي المساعدة في

وضع الإطار العام للتعامل مع مثل هذه المتغيرات وأثرها الإجمالي على الربحية. ولتحقيق هدف الدراسة فلقد تم التركيز على المتغيرات ذات الأثر على الربحية والتي شملت حجم الشركة، نسبة المديونية، نسبة السيولة، مصاريف الدعاية والإعلان، القيمة السوقية للسهم، حقوق الملكية، وعمر الشركة .

أهمية الدراسة:

إن لدراسة الربحية ومحدداتها أهمية في إبراز الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة وانعكاسات ذلك على مستويات الأرباح المتحققة وحجم الاستثمارات. ولذلك أهمية أيضا في التعرف على قدرة الشركات محل الدراسة على توليد التدفقات النقدية الإيجابية من خلال مواردها المتوفرة، وقدرتها على تحقيق التوازن ما بين القرارات الاستثمارية والتمويلية خاصة في إطار تحديد الميزج الاستثماري (الإنتاجي) والتمويلي الملائمين، لما لذلك من انعكاسات إيجابية على أداء (ربحية) الشركات وحصصها السوقية. ولدراسة الربحية ومحدداتها أيضا أهمية في التعرف على الكفاءات الإنتاجية والتشغيلية للشركات، وكذلك التعرف على كفاءة الشركات في تحقيق التوازن ما بين السيولة وتحقيق مستويات متفاوتة من الأرباح .

ومما يزيد من أهمية الدراسة أيضا ضرورة الاهتمام بتقييم الأداء للقطاع الصناعي لأهمية هذا القطاع في التنمية الاقتصادية كما تم الإشارة لذلك سابقا. ولغايات هذه الدراسة فقد تم التركيز على الربحية للشركات الصناعية والتي تمثل انعكاسا للكفاءة الإنتاجية لهذه الشركات ولانعكاسات الربحية الإيجابية أيضا على الأرباح الموزعة على المساهمين وأسعار الأسهم في الأسواق المالية. وبناء على ذلك نجد أن تحقيق مستوى مرضي (ملائم) من معدلات الربحية يعتبر من أولويات إدارات الشركات، ليطمئن ذلك مع تحقيق رغبات المساهمين وزيادة ثروتهم كهدف أساسي من أهداف الإدارة المالية للشركات، وإضافة لذلك فإن تقييم الأداء المالي للشركات الصناعية على وجه الخصوص من شأنه أن يساعد في توفير جانب من الشفافية لمجموعة المستثمرين خاصة الجدد منهم .

وعلى سبيل الاختصار، فإن هذه الدراسة تسعى إلى إبراز أهم المتغيرات المؤثرة على الربحية للشركات الصناعية باعتبار أن الربحية هي مؤشر لتقييم الأداء ومؤشر نسبي لمستوى النجاح المالي والكفاءة الإنتاجية للشركات، ولغايات هذه الدراسة فقد تم التركيز على معدل العائد على الاستثمار (Return on investment) الذي يعتبر من المقاييس الأساسية للحكم على مدى نجاح الشركة، إضافة إلى كونه أداة يتم بواسطته خدمة العديد من الجهات المعنية للنتائج التي ستمخض عنها هذه الدراسة .

ومن هذه الجهات على سبيل المثال المستثمرون سواء كانوا أفراداً أم هيئات وذلك للمحافظة على استثماراتهم وتوجيهها الاتجاه الصحيح الذي يحقق لهم أكبر عائد ممكن ليساعدهم على اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة. وتبع الأهمية هنا من تعريف المستثمرين بالمتغيرات المستقلة ذات الصلة الوثيقة بالربحية ونخص بالذكر نسبة السيولة (Liquidity ratio) التي تدل على مدى قدرة الشركة على تسديد ديونها، ونسبة المديونية (Debt ratio) التي تقيس مدى اعتماد الشركة في تمويل استثماراتها على الغير . ومن الجهات أيضاً الإدارة، حيث تهتم الإدارة بمعرفة مؤشرات النجاح للشركة حتى تتمكن من اتخاذ التدابير والخطوات اللازمة لاتخاذ القرارات السليمة لتحسين أدائها من أجل تحقيق أرباح كبيرة بأقل كلفة ممكنة وزيادة القيمة السوقية لهذه الشركة، وغالباً ما يتم ذلك بالاعتماد على المتغيرات المستقلة ذات الصلة الوثيقة بالربحية ونخص بالذكر القيمة السوقية للسهم وحقوق الملكية . وكذلك الحال بالنسبة للجهات الرسمية، حيث إن مثل هذه الدراسة وغيرها قد تقدم مقترحات من شأنها المساهمة في عملية اتخاذ القرارات المالية التي يمكن أن يكون لها أثر إيجابي على مسيرة الاقتصاد بشكل عام . ويقتضي ذلك التعرف على المركز المالي للشركة للحكم على مدى قدرتها على رفع معدلات النمو الاقتصادي. وكذلك الحال أيضاً بالنسبة للمتعاملين مع منتجات الشركة الذين يحرصون على أن يتم تزويدهم بالسلع الإنتاجية بشكل متواصل وبأسعار مناسبة، بالإضافة إلى الاطمئنان على جودة المنتجات للشركة .

الدراسات السابقة:

لقد تنوعت الدراسات المتعلقة بالقطاع الصناعي، حيث ركزت معظم الدراسات السابقة على القطاعات الصناعية، من خلال أهميتها في تطوير حجم الصادرات والنمو الاقتصادي بشكل عام . وبالرجوع إلى هذه الدراسات نجد أن معظمها قد ركز على العلاقة ما بين نمو الصادرات المنبثق من نمو القطاعات الصناعية والنتائج المحلي. ولقد دلت معظم نتائج هذه الدراسات على الدور الإيجابي لنمو الصادرات (أهمها الصادرات الصناعية) في تحقيق النمو في الاقتصاديات سواء في الدول النامية أو الدول المتقدمة على حد سواء. وفي هذا المجال فقد أشارت دراسة شوتر والريموني (٢٠٠٠) إلى إن مثل هذه النتيجة قد تم تدعيمها من قبل عدد من الدراسات مثل دراسة (1977) Michaely، ودراسة (1978) Balassa، ودراسة (1984) Kavoussi، ودراسة (1982) Feder، ودراسة (1985) Rittenberg (1986)، ودراسة (1985) Ram

في دراسة شوتر والريموني (٢٠٠٠) اهتم الباحثان بتحليل واختبار دور الصادرات الوطنية في النمو الاقتصادي باستخدام طريقة جوها نسن للتحليل الديناميكي طويل الأجل وباستخدام البيانات السنوية للفترة ١٩٧٠-١٩٩٧ وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة طويلة الأمد ما بين متغيرات الدراسة وبما يتفق مع النظرية الاقتصادية. ولقد دلت نتائج الدراسة من خلال تحليل الفترة الزمنية قصيرة الأجل إلى أن الصادرات الوطنية لها دور في تقلب معدلات النمو في الناتج المحلي الإجمالي في الأردن. أما دراسة صبح (١٩٩٥) فقد ركزت على اختبار اثر استراتيجيات التصنيع لغايات التصدير على الاقتصاد الوطني خلال الفترة (١٩٧٣-١٩٩٠). وخلصت نتائج هذه الدراسة إلى المساهمة الإيجابية لقطاع الصناعات التحويلية في النمو الاقتصادي بشكل عام، ولقد دلت الدراسة أيضا على المساهمة الإيجابية لقطاع الصادرات الغذائية في الناتج المحلي الإجمالي. أما دراسة الضمور (٢٠٠٢) فقد هدفت إلى تحديد العوامل المؤثرة في الاختبار بين سياسات التوسع السوقي التصديري المتبعة من قبل الشركات الصناعية الكيماوية بالإضافة إلى تحديد طبيعة العلاقة ما بين سياسات السوق التصديري والأداء التصديري .

وفي إطار دراسة أداء الشركات فقد شهدت الفترات الماضية بعض الدراسات التي تبحث في أداء وربحية الشركات الصناعية. ولقد اهتمت مثل هذه الدراسات بشكل عام بتقييم أداء الشركات الصناعية من خلال اختبار بعض المحددات أثرها على القيمة السوقية للسهم وحقوق الملكية. وتحت إطار هذا الاهتمام فلقد ركزت دراسة (Easton and Harris 1991) على أثر ربحية الشركات الصناعية المتداولة في سوق الولايات المتحدة الأميركية على القيمة السوقية للسهم. وقد تبين من خلال هذه الدراسة وجود علاقة إيجابية بين الربحية والقيمة السوقية للسهم. أما دراسة (Ohlson, 1995) فقد ركزت على اختبار علاقة الربحية بحقوق الملكية في الشركات الصناعية المتداولة في سوق الولايات المتحدة الأميركية خلال الفترة (1993-1994) وتبين وجود علاقة إيجابية بين الربحية وحقوق الملكية. وكذلك دراسة (Revell, 2001) فقد تناولت أهمية أرقام الربحية والقيمة السوقية للسهم على أداء الشركات الصناعية حيث إن الربحية والقيمة السوقية لهما تأثير واضح وقوي على قرارات المساهمين والمستثمرين في هذه الشركات .

محلياً تناولت دراسة (خشارمة ، قاقيش ٢٠٠٠) العوامل المؤثرة على ربحية شركات التأمين في الأردن ، وتبين من هذه الدراسة أن أهم العوامل المؤثرة على ربحية شركات التأمين في الأردن هي الدعاية والإعلان وحجم الشركة وعمر الشركة ، ونسبة المديونية . وتوصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين كل من الدعاية والإعلان ، حجم الشركة وعمر الشركة من جهة والربحية مقاسة في العائد على الاستثمار في شركات التأمين من جهة أخرى ، كما كشفت الدراسة عن وجود علاقة إيجابية بين نسبة المديونية والربحية في الشركات التي تحقق ربحاً ، وعن وجود علاقة عكسية بين نسبة المديونية والربحية في الشركات التي تحقق خسارة . أما دراسة (Omet, Nobanee, 2001) حول الهيكل المالي للشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان للفترة (١٩٩٤ - ١٩٩٨) فقد أثبتت أن حجم الشركة والأرباح المحتجزة مقسومة على إجمالي الموجودات محدّدات وذات دلالة إحصائية للرفع المالي للشركات الصناعية الأردنية . وتبين أيضاً أن نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول وإجمالي الأصول هما المحددان الوحيدان لهيكل المديونية في الشركات الصناعية المساهمة الأردنية .

وكذلك الحال فقد تناولت دراسة نوفل (٢٠٠٢) أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة باستخدام معدل العائد للفترة ١٩٩١-٢٠٠٠. وهدفت هذه الدراسة إلى تقييم الأداء المالي للشركات الصناعية المساهمة من خلال تحليل قدرة الشركات المالية على الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة وقدرتها في إدارة السيولة وتوليد تدفقات نقدية موجبة. وخلصت هذه الدراسة إلى وجود تباين في استخدام الأموال للشركات الصناعية، وعدم القدرة على الاستثمار الأمثل للديون، وانخفاض العائد على الاستثمار لهذه الشركات. أما دراسة أبو فرحة (٢٠٠١) فقد هدفت إلى دراسة جانب المخاطر النظامية وعلاقتها بالدوافع المالية للشركات الصناعية. وخلصت الدراسة إلى ضرورة اختبار أدوات التمويل حسب حساسيتها للمخاطر النظامية بالإضافة إلى ضرورة تنويع الاستثمارات لارتباط ذلك بأداء الشركات الصناعية وأثرها المباشر على أسعار الأسهم وعلى الرغم من تنوع الدراسات السابقة التي تناولت جوانب الأداء في الشركات الصناعية إلا أننا نعتقد أن هذه الدراسة تعتبر إضافة نوعية في هذا المجال لكونها استخدمت مجموعة من المتغيرات التي لم تتعرض إليها الدراسات السابقة في مجموعها، وكما تضيف هذه الدراسة إلى الدراسات السابقة أهمية اختبار الربحية ومحدداتها في الشركات الصناعية خاصة تلك التي تم إدراجها دون انقطاع خلال الفترة ١٩٩٧-٢٠٠١ في سوق عمان المالي.

فرضيات الدراسة:

استناداً على ما تقدم، فقد قامت الدراسة باختبار الفرضيات التالية والتي صيغت بالصيغة العدمية:

HO1 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة وربحية الشركات الصناعية.

HO2 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية والربحية في الشركات الصناعية.

HO3: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة السيولة النقدية والربحية في الشركات الصناعية.

Ho4: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مصاريف الدعاية والإعلان وربحية

الشركات الصناعية.

Ho5: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم والربحية في

الشركات الصناعية.

Ho6: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حقوق الملكية والربحية في

الشركات الصناعية.

Ho7: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين عمر الشركة والربحية في الشركات

الصناعية المساهمة .

مجتمع الدراسة وعينتها:

يتمثل مجتمع الدراسة بالشركات الأردنية الصناعية المساهمة في الأردن والمدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للعام (٢٠٠١) والتي سبق تأسيسها عام ١٩٩٧ وعددها ٨٧ شركة. ولقد شملت عينة الدراسة (٢٢) شركة من أصل ٧٥ شركة انطبقت عليها حدود الدراسة والتي اشتملت على الشروط التالية :

- تم تداول أسهمها لمدة خمس سنوات تمتد من عام ١٩٩٧ حتى عام ٢٠٠١ .
- لم ينقطع التداول في أسهمها من تاريخ نشر القوائم المالية ولم يتم دمجها أو تصفيتها خلال فترة الدراسة .
- تتوفر بيانات الربحية فيها خلال فترة الدراسة .
- أن لا تكون الشركة قد وزعت أسهما مجانية أو قامت بزيادة رأس المال

مصادر جمع البيانات:

لقد تم جمع البيانات اللازمة لإعداد هذه الدراسة من خلال المصادر التالية :

١. التقارير السنوية الصادرة عن الشركات الصناعية المساهمة .
٢. التقارير السنوية الصادرة عن سوق عمان المالي .

٣. التقارير السنوية الصادرة عن دائرة الإحصاءات العامة الأردنية .
٤. التقارير السنوية الصادرة عن البنك المركزي الأردني .

أساليب تحليل البيانات إحصائياً :

لقد تم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد Multiple Linear Regression Model في اختبار تأثير العوامل المتغيرة على العامل التابع . وقد استخدمت الأساليب الإحصائية التالية في هذا النموذج :

١. تحليل التباين (ANOVA Analysis) وذلك لاختبار وجود الدلالات الإحصائية لكل متغير من متغيرات الدراسة المستقلة .
٢. تحليل الانحدار المتدرج (Step Wise Regressio) وذلك لتحديد المتغيرات ذات الأثر الأكبر على المتغير التابع .
٣. معامل الارتباط بيرسو (Person Correlation) للتعرف على اتجاه العلاقات بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع .

متغيرات الدراسة :

تنقسم متغيرات الدراسة إلى :

أولاً: المتغير التابع (Dependent Variable):

كما تم الإشارة سابقاً فإن الربحية تعتبر مؤشراً جوهرياً للأداء وانعكاساً للكفاءة التشغيلية والإنتاجية للشركات، وتعتبر مؤشراً أيضاً لكفاءة الإدارة في استخدام الموارد الاستخدام الأمثل لتحقيق أهداف الإدارة والمساهمين بشكل عام. وبناء على ذلك فإن الإدارات تسعى لتحقيق الأرباح الملائمة والتي تتماشى مع رغبات حملة الأسهم (الملاك) بالإضافة إلى تحقيق أهداف الشركة من حيث النمو والتوسع السوقي . وباعتبار أن الربحية هي مؤشر للأداء للشركات فإنها بنفس الوقت نتاج مزيج من السياسات المالية والإنتاجية والتسويقية التي تسعى من خلالها الإدارات إلى تحقيق الانعكاسات الإيجابية

على القيمة السوقية للسهم. ولغايات هذه الدراسة فقد تم قياس الربحية باستخدام معدل العائد على الاستثمار (Return On Investment (ROI) والذي يقيس مدى كفاءة أداء الشركة في تشغيل أصولها وحسب المعادلة التالية :

$$\text{معدل العائد على الاستثمار ROI} = \frac{\text{صافي الربح بعد دفع الضريبة (Net income)}}{\text{إجمالي الأصول (Total Assets)}}$$

وتظهر هذه النسبة علاقة صافي الربح بعد دفع الضريبة مع معدل العائد على الاستثمار حيث كلما زاد ربح الشركة كلما زاد معدل العائد على الاستثمار والعكس صحيح .

ثانياً: المتغيرات المستقلة (Independent Variable):

وهذه المتغيرات هي :

١. حجم الشركة (Company Size (CS)

إن الشركات الكبيرة من حيث الحجم (إجمالي الموجودات على سبيل المثال) عادة ما تكون القدرة التمويلية لديها أكبر وأقل عرضة لمخاطر الإفلاس (Rajan and Zingales, 1995)، إضافة لذلك فمن المتوقع أن تكلفة التمويل (سواء كان تمويلاً بالدين بإصدار السندات أو التمويل بالملكية بإصدار الأسهم) لمثل هذه الشركات ستكون أقل . بناءً على ذلك فإن الشركات الكبيرة من المتوقع أن تكون نسبة الدين أكبر من نسبة الملكية ضمن هيكلها التمويلي (Capital Structure) مقارنة مع الشركات ذات الأحجام الصغيرة. وفي هذا المجال فقد أشار (Titman and Wessels, 1988) و (Michaelas et al, 1999) إلى أن نسبة الدين طويل الأجل خاصة للشركات الصغيرة سيكون أقل ضمن الهيكل التمويلي بسبب التعارض ما بين مصالح كل من المساهمين والجهات المقرضة لهذه الشركة .

ولقد أثبت العديد من الدراسات على وجود علاقة إيجابية بين حجم الشركة ودرجة الرفع المالي والذي يتمثل بالدين ذي الكلفة المنخفضة في كثير من الأحيان بسبب

الإعفاءات الضريبية لمصروفات الفائدة، بالإضافة إلى وجود علاقة إيجابية بين حجم الشركة وهيكلية تواريخ الاستحقاق للديون بشكل عام. وبما أن هنالك علاقة إيجابية ما بين حجم الشركة ونسبة الرافعة التمويلية ضمن الهيكل التمويلي ، فإن لذلك انعكاسا إيجابيا على ربحية الشركة. وكما أشار (ModogLiani and Miller, 1996) فإن الشركات ذات الأرباح العالية عادة ما يشكل الدين نسبة كبيرة ضمن هيكلها التمويلي ، آخذين بعين الاعتبار أن بعض الشركات قد تفضل التمويل الداخلي باستخدام الأرباح المحتجزة. وقد أشار بعض الباحثين (Boyd and Runkle,) (1993) إلى أن الزيادة في حجم الشركة (إجمالي الموجودات) من شأنه أن يساهم في تحقيق مستويات عالية من وفورات الحجم (Economics of Scale) وتقليل كلفة المعلوماتية. وبناء على ذلك فإن معظم الشركات تسعى إلى زيادة حجم موجوداتها لما يوفره ذلك من توسيع لقاعدة المنتجات الصناعية المقدمة للعملاء من قبل هذه الشركات. وباختصار فإن تضمين هذا المتغير من شأنه أن يأخذ بعين الاعتبار تأثير اقتصاديات الحجم الكبير في تحقيق مستويات من النمو في الأرباح، بالإضافة إلى أهمية ذلك في التوزيع بالمنتجات وتوسيع مجالات الحصول على الائتمان من المؤسسات المقترضة (Heggstad, 1977) وكذلك (Smirlock, 1985) بناء على ما تقدم فمن المتوقع أن يكون لحجم الشركة أثر إيجابي على الربحية، ولغايات القياس تم استخدام اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الموجودات كمقياس لمتغير حجم الشركة (Log size)

٢. نسبة المديونية (DR) Debt Ratio

كما وسبق الإشارة فإن التمويل باستخدام الدين ضمن الهيكل التمويلي يعتبر حافزا وهدفا لكثير من الشركات المالية بهدف زيادة العائد على حقوق المساهمين ويعود ذلك كون الدين يعتبر مصدرا رخيصا للتمويل بسبب الوفر الضريبي. وكذلك الحال فمن وجهة نظر المستثمرين تعتبر أدوات الدين أقل خطرا مقارنة بأدوات الملكية كونها تدفع دخلا ثابتا، وللدين أولوية في الأرباح في حالات الإفلاس والتصفية. وبالاستناد إلى النظرية المالية، وكما أشار الميداني (١٩٩٩)، فقد وردت

العديد من المداخل والتي عالجت تأثير الاقتراض (نسبة المديونية) على تكلفة الأموال للشركات وبالتالي قيمة الشركة. فحسب مدخل صافي الربح (Net income Approach) فإن تغير نسبة المديونية في الهيكل التمويلي لا يترتب عليه تغير في معدل العائد على الاستثمار المطلوب من قبل المستثمرين . وبما إن كلفة الدين هي اقل من كلفة الملكية (إصدار أسهم) فإن زيادة نسبة الاقتراض كمصدر رخيص للتمويل سوف يترتب عليه انخفاض في كلفة الأموال وبالتالي الزيادة في حجم الأرباح, الأمر الذي يؤثر إيجابيا في زيادة قيمة الشركة . وكذلك بالنسبة إلى المدخل التقليدي (Traditional Approach) الذي يستند على فكرة أن تكلفة الأموال تنخفض تدريجياً مع ازدياد نسبة المديونية (نسبة الاقتراض المثالي) ، والتي بعدها تبدأ تكلفة الأموال بالارتفاع . وحسب مدخل مدكلياني وميلر-Modigliani and Approach) فإن تكلفة رأس المال تبقى ثابتة بغض النظر عن طريقة التمويل أو تغير نسبة المديونية، ولقد قدم هذا المدخل العديد من الاقتراحات (Propositions) بخصوص هذه المسألة مع الأخذ بعين الاعتبار درجة المخاطر التي تصنعها زيادة نسبة المديونية. واستناداً لكل ذلك فإن انخفاض كلفة الأموال (زيادة نسبة المديونية ذات الكلفة الرخيصة) سيكون لها اثر إيجابي على ارتفاع معدلات الربحية للشركة مع افتراض زيادة معدلات دوران المخزون (زيادة المبيعات). وبناء على ذلك فإنه من المفترض أن يكون لزيادة نسبة الاقتراض ضمن الهيكل التمويلي للشركات أثر إيجابي على ربحية الشركة. ولغايات القياس لهذا المتغير فقد تم استخدام المعادلة التالية :

$$\text{نسبة المديونية} = \frac{\text{مجموع المطلوبات (Total liabilities)}}{\text{حقوق المساهمين (Stock holder equity)}}$$

٣. نسبة السيولة (Liquidity Ratio(LR):

تعتبر نسبة السيولة من الأدوات الفاعلة التي تستطيع من خلالها الجهات مانحة الائتمان للشركة أو الجهات المتعاملة مع الشركة من التعرف على درجة الحماية للشركة المعنية والتعرف على هيكلية تمويل العمليات التشغيلية لها . وعادة ما تشمل درجة السيولة الموجودات المتداولة التي تشكل أداة هامة لمواجهة الخلل في العمليات التشغيلية أو التخلف عن الوفاء بالالتزامات للشركة وخاصة الالتزامات قصيرة الأجل منها (أوراق دفع قصيرة الأجل). وتساعد هذه النسبة إدارة الشركة في الحكم على قدرتها بتسديد التزاماتها الجارية .

بشكل عام فإن معظم الشركات تسعى إلى تحقيق المستويات المعتدلة من السيولة وذلك من خلال الإدارة الكفء لعناصر رأس المال العامل ، وكذلك التركيز على زيادة مستويات الربحية للشركة من خلال الاستغلال الأمثل لأصول الشركة . وفي جميع الأحوال لا بد من التركيز على المستويات المثلى من السيولة، حيث إن الاحتفاظ بمستويات سيولة منخفضة من شأنه أن يؤدي إلى التوسع الاستثماري (ربحية عالية) ولكن بنفس الوقت قد يؤدي إلى وجود اضطرابات مالية وعدم استقرار في مواجهة المصروفات التشغيلية (انخفاض القدرة على الوفاء بالالتزامات) ، الأمر الذي قد يقود الشركة إلى مخاطر الإفلاس. وكذلك الحال بالنسبة لزيادة مستويات السيولة على الحدود الملائمة من شأنه أن يؤدي أيضا إلى تخفيض ربحية الشركات الهامة لغايات الاستمرارية في السوق. ولتحقيق التوازن تسعى الشركات بشكل عام إلى توظيف الأموال واستثمارها ضمن المشروعات ذات العوائد المرتفعة مع الاحتفاظ بمستويات ملائمة من السيولة، الأمر الذي قد يؤدي في نهايته إلى التأثير إيجابيا على القيمة السوقية للسهم وبالتالي الشركة. وباختصار ما دام أن زيادة مستويات السيولة من شأنه تحقيق ربحية منخفضة وكذلك زيادة الربحية تتطلب استثمارات أوسع في المجالات ذات السيولة الأقل ، كل ذلك من شأنه أن يبرز طبيعة العلاقة العكسية بين أحجام السيولة من جهة ومستويات الربحية من جهة أخرى. وفي هذا الإطار كلما زادت سيولة الشركة كلما زادت نسبة الأموال غير المستثمرة، وبالتالي انخفاض الفرص الاستثمارية

أو الإنتاجية مما يؤدي إلى انخفاض الربحية في الشركة. ولغايات القياس، فقد استخدمت نسبة التداول كمقياس لنسبة السيولة وحسب المعادلة التالية :

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة (current assets)}}{\text{الخصوم المتداولة (current liabilities)}}$$

٤. مصاريف الدعاية والإعلان (Advertising Expenditures (AE)) :

من وجهة النظر العملية تسعى بعض الشركات إلى تحقيق مستويات من النمو السريع والذي يمكن الحصول عليه أو شرائه من خلال زيادة نفقات الدعاية والإعلان ، أو تخفيض إجمالي الربح عن طريق مزيد من الانغماس بالبيع بالخصم أو التوسع بالبيع بالتقسيط الذي من شأنه أن يقلل من حجم الاهتمام تجاه جوده المتعاملين مع الشركة (مستهلكي سلعة الشركة) . إن لكل ذلك أثرا سلبيا نحو صافي مبيعات الشركة على المدى البعيد (الطويل) ، إلا انه قد يكون له انعكاسات إيجابية على المدى القصير. بناء على ما تقدم نجد أن زيادة الإنفاق على الدعاية والإعلان من شأنه أن يحقق مزيدا من النمو بالمبيعات ودوران المخزون السلعي من خلال الترويج والتوزيع الجيدين (محليا ودوليا) ، الأمر الذي يؤدي إلى التأثير الموجب على أرباح الشركة . ومثل هذه التنمية قد تكون صحية إذا صاحب ذلك مزيد من التحليل الائتماني للعملاء، والتدقيق في نسب الخصم للمبيعات والتركيز على فترة الاسترداد بقيمة المبيعات الآجلة. وفي هذا المجال نركز على جودة الإدارة الإنتاجية والمالية والتسويقية بالإضافة إلى التركيز على كفاءة وفعالية دوائر التحصيل ضمن الدوائر المالية للشركات. إن مثل ذلك يبرز الأثر الموجب لزيادة الإنفاق على الدعاية والإعلان (نسبة إلى إجمالي المصاريف على المبيعات) وبالتالي التأثير الإيجابي أو الطردي المتوقع على إجمالي الربحية. ولقد تم استخدام معيار نسبة مصاريف الدعاية والإعلان إلى المصاريف الكلية للشركة كمقياس لهذا المتغير .

٥. القيمة السوقية للسهم: (Market Value Per Share (MVS))

كما وسبق الإشارة من خلال عرض متغير نسبة المديونية فإن اختيار المزيج التمويلي الملائم من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض تكلفة الأموال وبالتالي زيادة قيمة الشركة من خلال التأثير الإيجابي على أسعار الاسهم، الامر الذي يقود إلى زيادة معدلات التداول لأسهم الشركة في السوق المالي. لكل ذلك اثر في زيادة الثقة التمويلية والاستثمارية والاستهلاكية لقدرات الشركة الانتاجية، وهذا ينعكس إيجابيا على القدرة التمويلية التفاوضية للشركة مع الجهات المقرضة. ولذلك انعكاس إيجابي أيضا تجاه زيادة حجم المبيعات من خلال الانتشار التسويقي والتوزيع، مما يؤدي إلى تحقيق مزيد من مستويات الربحية للشركة. وبناء على ذلك فمن المتوقع أن تكون طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم والربحية علاقة طردية، حيث من المفترض انه كلما زاد حجم التداول كلما زادت القيمة السوقية للسهم وانعكس ذلك إيجابيا على أداء الشركة ولغايات القياس فقد تم استخدام المعادلة التالية التي تستخدم عادة لتعظيم قيمة الشركة (Maximization stockholder wealth)

$$\frac{\text{حجم التداول (trading of shares)}}{\text{عدد الأسهم (number of shares)}} = \text{القيمة السوقية}$$

٦. حقوق الملكية: (Owner Equity (EQ))

أن حقوق الملكية تمثل أحد خطوط الدفاع الرئيسية في حالة مواجهة الشركة لأية مخاطر مثل مخاطر الرافعة التمويلية أو الرافعة التشغيلية. ومما لا شك فيه أن زيادة نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي مطلوبات الشركة من شأنه أن يعمل على تدعيم الوضع المالي (Financial Position) للشركة، وزيادة ثقة الجهات المقرضة للشركة. ومن المتوقع أن يكون لذلك أثر إيجابي على الربحية. ولغايات الدراسة فقد شملت حقوق الملكية رأس المال والاحتياطات والأرباح المحتجزة. ومن المتوقع أن تكون العلاقة بين حقوق الملكية للشركات الصناعية المساهمة الأردنية والربحية علاقة طردية ولقد تم قياس هذا المتغير بنسبة حقوق الملكية إلى إجمالي المطلوبات للشركة.

٧. عمر الشركة: (Company Age (CG))

من المتوقع أن يكون لعمر الشركة الأثر الموجب في تحقيق مستويات أعلى من الربحية للشركات. وينبع مثل هذا التوقع للأثر الموجب لعمر الشركة في زيادة الحصة السوقية وكسب المزيد من ثقة العملاء (المستهلكين) بالإضافة إلى الخبرة في تحقيق المزيج التمويلي الملائم، والانتشار التسويقي محلياً ودولياً في كثير من الحالات. أضف إلى ذلك أن طول عمر الشركة من شأنه أن يساعد في تحديد نوعية الموردين لمدخلات الإنتاج للشركة المعنية، بالإضافة إلى المساعدة في إيجاد أسواق لاستقبال المنتجات وتنويع هذه المنتجات وتطويرها بما يخدم رغبة المستهلكين. وكل ذلك يؤدي إلى الأثر الإيجابي النسبي لزيادة المبيعات وبالتالي تحقيق مزيد من الربحية. ولقد استخدم اللوغاريتم الطبيعي لأعمار الشركات لغايات القياس. ولذلك أهمية في توافق البيانات لغايات التحليل والاختبار الإحصائي.

ومن الجدير بالملاحظة في هذا الصدد أن البيانات التي استخدمت في التحليل الإحصائي في هذه الدراسة كانت للسنوات (١٩٩٧-٢٠٠١) وذلك لفترة تمتد إلى ثلاثة أشهر حول تاريخ حدوث نشر القوائم المالية في السوق المالي. وفقاً لما نص عليه قانون الشركات الأردني بضرورة إعداد القوائم المالية للشركات المساهمة خلال الشهور الثلاثة التالية لانتهاء السنة المالية.

وعليه فإن النموذج الذي تم تطويره لغايات الاختبار لهذه الدراسة هو :

$$ROI_{ijt} = b_1 it + b_2 itCS_{it} + b_3 itDR_{it} + b_4 itLR_{it} + b_5 itAE_{it} + b_6 itMVS_{it} + b_7 itEQ_{it} + b_8 itCG_{it} + eit$$

حيث إن : ROI_{ijt}

تمثل متوسط معدل العائد على الاستثمار (الربحية) للشركات الصناعية

خلال الأشهر للشركة الصناعية عن الفترة t .

CS_{it} - تمثل حجم الشركة الصناعية عن الفترة t .

DR_{it} - تمثل نسبة المديونية للشركة الصناعية عن الفترة t .



العوامل المؤثرة على ربحية الشركات الصناعية المساهمة في الأردن

- LRit - تمثل نسبة السيولة للشركة الصناعية عن الفترة t .
AEit - تمثل مصاريف الدعاية والإعلان للشركة الصناعية عن الفترة t .
MVSit - تمثل القيمة السوقية لسهم الشركة الصناعية عن الفترة t .
EQit - تمثل حقوق الملكية للشركة الصناعية عن الفترة t .
CGit - تمثل عمر الشركة الصناعية عن الفترة t .

تتمثل الخطأ العشوائي ويمثل ذلك الجزء من العائد الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل أخرى لا يتضمنها النموذج . ولقد تم تطوير هذا النموذج بالاستناد إلى نموذج الانحدار الخطي (Linear Regression) والذي استخدم في عدة دراسات مماثلة . ولقد ضم هذا النموذج متغيرات جديدة ليتم اختبارها مثل متغيرات نسبة السيولة ونسبة المديونية ، والقيمة السوقية لسهم الشركات المساهمة .

تحليل النتائج واختبار الفرضيات

يوضح الجدول رقم (٤) العلاقة بين ربحية الشركات الصناعية المساهمة والعوامل المستقلة للسنوات (١٩٩٧ - ٢٠٠١) وذلك لجميع الشركات مقاسة من خلال معامل الارتباط ومستوى الدلالة الإحصائية :

جدول رقم (٤)

العلاقة بين الربحية والعوامل المستقلة المختلفة للسنوات (١٩٩٧ - ٢٠٠١)

مستوى الدلالة الإحصائية	معامل الارتباط	العوامل المؤثرة
٠,٠٠١	٠,٨٢٥٣	حجم الشركة CS
٠,٠٠٣	- ٠,٣٥٢١	نسبة المديونية DR
٠,٠٠٢	- ٠,٧٢٩٣	نسبة السيولة LR
٠,٠٠١	٠,٢٩٧٥	مصاريف الدعاية والإعلان AE
٠,٠٠١	٠,٢٣٤٥	القيمة السوقية للسهم MVS
٠,٠٠١	٠,٤٣٢٥	حقوق الملكية EQ
٠,٠٩٥	٠,٠١٢٣	عمر الشركة CG

ويتضح من الجدول رقم (٤) ما يلي :

١. وجود علاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية بين ربحية الشركات الصناعية
المساهمة الأردنية والعوامل التالية :

أ- حجم الشركة (CS) Company Size

أثبت التحليل الإحصائي بأن هناك دلالة إحصائية بين حجم الشركة وربحيتها وتمثل
هذه الدلالة ٠,٠٠١ ، كما وأن معامل الارتباط بين حجم الشركة ومعامل العائد على
الاستثمار (الربحية) يمثل علاقة موجبة بدرجة ٠,٨٢٥٣ ، عند مستوى ثقة ٥٪ ويثبت
ذلك عكس ما افترضته الدراسة (الفرضية الثانية (Ho2) بعدم وجود علاقة ذات
دلالة إحصائية بين حجم الشركة ومعامل العائد على الاستثمار، وهذه النتيجة جاءت
متوافقة مع ما توصلت إليه كل من دراسة (خشارمة ، قافيش، ٢٠٠٠)، دراسة
(Boyd and Runkle, 1993) ودراسة (Smirlock, 1985) ودراسة (Omet, Nobanee, 2001)

ب- مصاريف الدعاية والإعلان (AE) Advertising Expenditures

أثبتت الدراسة أن هناك علاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية بين مصاريف الدعاية
والإعلان ومعامل العائد على الاستثمار . وتمثل الدلالة الإحصائية لمصاريف الدعاية
والإعلان ٠,٠٠١ ، وتمثل معامل الارتباط ٠,٢٩٧٥ ، عند مستوى ثقة ٥٠,٠٥ وهذه
النتيجة جاءت موافقة لما هو متوقع وموافقة لما توصلت إليه دراسة (خشارمة ،
قافيش ٢٠٠٠) ودراسة (Coit and Karr, 1997) التي تضمنت وجود علاقة إيجابية ذات
دلالة إحصائية بين معامل العائد على الاستثمار ومصاريف الدعاية والإعلان .

ج- القيمة السوقية للسهم (MVS) Market Value Per Share

وقد أثبتت الدراسة وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية
للسهم ومعامل العائد على الاستثمار في الشركات الصناعية المساهمة الأردنية حيث
تشير الدلالة الإحصائية ٠,٠٠١ ومعامل الارتباط ٠,٢٣٤٥ ، عند مستوى ثقة
٥٠,٠٥ . ومثل هذه النتيجة كانت مماثلة لما توصلت إليه كل من دراسة (خشارمة ،
قافيش ٢٠٠٠) ودراسة (Easton and Harris, 1991) ودراسة (Makhamereh, 2000)

(Revell, 2001) حول وجود علاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم ومعدل العائد على الاستثمار.

د. حقوق الملكية (EQ) Equity

أثبتت الدراسة وجود علاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية بين حقوق الملكية ومعدل العائد على الاستثمار في الشركات المساهمة الأردنية، وتشير الدلالة الإحصائية 0.001 ومعامل الارتباط 0.4225 ، عند مستوى ثقة 0.05 ، وقد تماثلت هذه النتيجة مع كل من دراسة (خشارمة، قاقيش، 2000) ودراسة (Berger, 1995)، دراسة (Ohlson, 1995) بوجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حقوق الملكية ومعدل العائد على الاستثمار (الربحية).

ثانياً: وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين ربحية الشركات الصناعية وكل من العوامل التالية:

أ- نسبة المديونية (DR) Debt Ratio

لقد أثبتت الدراسة بوجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية وربحية الشركات المساهمة الأردنية حيث تشير هذه الدلالة إلى 0.003 ، ويشير معامل الارتباط إلى 0.3521 ، عند مستوى ثقة 0.05 ، وهذه القيمة جاءت مغايرة لما افترضته الدراسة، كما وجاءت هذه النتيجة أيضاً مغايرة لما توصلت إليه دراسة (خشارمة، قاقيش، 2000) بوجود علاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية بين كل من ربحية شركات التأمين الأردنية ومديونيتها. ويرى الباحث أن سبب العلاقة الإيجابية بين شركات التأمين الأردنية ومديونيتها إلى اعتبار شركات التأمين الأردنية شركات مالية متخصصة، عملها الأساسي بيع وشراء الأوراق المالية (عمل محافظ استثمارية (Portfolio management) وبيع بوالص التأمين والاعتماد على عقود التأمين (Insurance Contracts) أما الشركات الصناعية الأردنية فعملها الأساسي يعتمد على الإنتاج السلعي، ولهذا فإن الشركة الصناعية في حالة التجاؤها إلى عمليات الاقتراض (Borrowing) فإنه يفترض بها أن تحقق أرباحاً بما يعادل مخاطر الرفع المالي (Financial Leverage) إضافة إلى مخاطر الرفع التشغيلي (Operating Leverage) وهذا ما يؤثر على ربحيتها وينعكس سلباً عليها.

ب- نسبة السيولة (Liquidity Ratio, LR)

لقد أثبتت الدراسة بوجود علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية بين ربحية الشركات الصناعية المساهمة ونسبة السيولة حيث توصلت الدراسة إلى أن الدلالة الإحصائية لنسبة السيولة عند مستوى ثقة 5% تساوي 0,002-، وأن معامل الارتباط بين نسبة السيولة يساوي 0,7293- عند مستوى ثقة 0,050. ويرى الباحث أن سبب العلاقة السلبية بين نسبة السيولة والربحية قد جاءت نتيجة لوجود أموال نقدية سائلة غير مستثمرة لدى هذه الشركات وقد يرجع السبب في ذلك إما لعوامل إدارية أو عوامل سوقية (بوجود سلع إنتاجية غير مباعة) نتيجة لعوامل الركود والكساد العالمي، التي تمر بها المنطقة العربية بصفة خاصة والعالم بصفة عامة وفقاً لما تشير إليه التقارير العالمية (صندوق النقد الدولي 2001).

ثالثاً: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية الشركات الصناعية المساهمة الأردنية وعمر الشركة. حيث أثبتت الدراسة بأن مستوى الدلالة الإحصائية بين عمر الشركة وربحيته تساوي 0,095، وأن معامل الارتباط يساوي 0,0123 عند مستوى ثقة 0,05، وهذا يدل على أن عمر الشركة غير كافٍ للدلالة على مقدرتها الإنتاجية ويستدل على ذلك بإفلاس بعض الشركات الصناعية رغم طول عمرها الإنتاجي وزيادة أرباح بعض الشركات على الرغم من حدوثها.

رابعاً: بالنظر إلى معامل التحديد (R^2) نجد أنه يساوي 0,69 مما يعني أن كل العوامل مجتمعة تؤثر على ربحية الشركات الصناعية الأردنية المساهمة. وأن هذه العوامل تفسر ما مقداره 69% من المتغيرات التي تحدث في المتغير التابع (ربحية الشركات الصناعية المساهمة) بالاعتماد على معاملات الارتباط في الجدول رقم (4).

ويظهر الجدول رقم (5) المتوسط الحسابي والانحراف المعياري للمتغيرات المستقلة مع مراعاة ترتيب هذه العوامل حسب قوة ارتباطها وإيجابيتها بالمتغير التابع (ربحية الشركات الصناعية) تنازلياً :-

جدول رقم (٥)

الوسط الحسابي والانحراف المعياري للعوامل المستقلة المختلفة

العوامل المؤثرة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري
حجم الشركة TA	١٥١٢٠٠٠٠	٢٢٠٧٧٣٢
حقوق الملكية EQ	٥٢٢٣٤٢٠	١٢٠٥٣٣٠
مصاريف الدعاية والإعلان AE	٢١٥٦٦٧	٤٣٨٢٣
القيمة السوقية لسهم MVS	٤,٢٣٤	٢,٤٥٣
عمر الشركة AG	٢٠,١٦٠	١٠٠,٠٩٢
نسبة المديونية DR	٠,٥٦٩٢	٠,٢٣٤
نسبة السيولة LR	٠,٦٣٩٣	٠,٢٩٣٤

ويتبين من الجدول السابق رقم (٥) انخفاض المتوسط الحسابي لحقوق الملكية حيث إن متوسط حقوق الملكية لا تزيد عن ٦ مليون دينار أردني كما يشير هذا الجدول إلى انخفاض مصاريف الدعاية والإعلان حيث لا تزيد عن مليون دينار ، كما يشير هذا الجدول أيضاً إلى زيادة نسبة المديونية . حيث يتبين من الجدول رقم (٥) بأن متوسط المديونية تقدر بحوالي ٦٠٪ وهذا يعرض بعض الشركات الصناعية لمخاطر الرفع المالي كما ويشير الجدول أيضاً إلى ارتفاع نسبة السيولة إلى حوالي ٦٠٪ ، مما يتبين بأن بعض مواردها المالية غير مستغلة استفلافاً جيداً .

النتائج والتوصيات

أولاً: النتائج:

لقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج والتي من أهمها إبراز الأثر الإيجابي (الموجب) وذى الدلالة الإحصائية للمتغيرات المنتقاة على الربحية بشكل عام . فمن حيث حجم الشركة فقد استدل من خلال النتائج السابقة أن الزيادة في الحجم ممثلاً بإجمالي الموجودات للشركة من شأنه أن يؤدي إلى تحسين مستويات الربحية للشركات من خلال زيادة قدرة الشركات على مواجهة المخاطر مما ينعكس إيجاباً على انخفاض تكلفة الأموال (تمويل بالدين أو الملكية) لدى مثل هذه الشركات. أضف إلى ذلك زيادة قدرة مثل هذه الشركات كبيرة الحجم على تنويع هيكلها المالي من خلال زيادة نسبة الديون سواء القصيرة أو طويلة الأجل .

أما متغير نسبة المديونية فقد كانت النتيجة عكس ما هو متوقع ضمن الإطار النظري للدراسة، حيث جاءت طبيعة التأثير بشكل سلبي على متغير الربحية للشركات. ويمكن أن يعزى ذلك إلى وجهة النظر المتضمنة أن زيادة نسبة الاقتراض (المديونية) ضمن الهيكل التمويلي للشركة يؤدي إلى زيادة الرافع التمويلي للشركة (Financial leverage) وبناء عليه زيادة الخطر التمويلي والذي يترتب عليه زيادة في كلفة الأموال المقترضة، مما يؤدي إلى انخفاض مستويات الربحية إن مثل وجهة النظر هذه قد أخذ بها المدخل التقليدي (Traditional Approach) والذي يفترض أن معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون سواء دائنين أو ملاك (كلفة الدين وكلفة الملكية) ستزداد مع ازدياد نسبة المديونية بسبب ازدياد المخاطر التي يمكن أن يتعرضوا لها. وبناء على ذلك فإن المدخل التقليدي يفترض وجود هيكل رأسمال مثالي ، أى وجود نسبة اقتراض مثالية والتي تنخفض عندها كلفة الأموال إلى الحد الأدنى وتصل عندها قيمة الشركة إلى الحد الأقصى. وبناء على ذلك فإن تكلفة الأموال تنخفض تدريجياً مع ازدياد نسبة المديونية إلى أن تصل هذه النسبة إلى حد نسبة الاقتراض المثالي والتي بعدها تبدأ تكلفة الأموال بالارتفاع ، مما يؤدي بالنتيجة إلى انخفاض مستويات الربحية في الشركة .

وحسب مبدأ صافي ربح العمليات (Net Income Approach) وقبل نقطة الاقتراض المثالي، فإن كلفة الاقتراض ترتفع تدريجياً إلى أن يبقى مصدر رخيص للتمويل وعليه فإن زيادة نسبة المديونية في الهيكل التمويلي ستؤدي إلى تخفيض كلفة الأموال. إلا أنه مع ازدياد نسبة المديونية تزداد تكاليف التمويل بالملكية وهذا يؤدي إلى ارتفاع كلفة الأموال. إلا أن الانخفاض في كلفة الأموال الناتجة عن زيادة نسبة المديونية (المصدر الرخيص) يفوق الارتفاع في كلفة الأموال الناتجة عن ارتفاع كلفة التمويل وعليه فإن مستويات الربح تزداد. ومع ازدياد نسبة المديونية إلى ما هو أكثر من نسبة المديونية المثالية سيؤدي إلى أن يكون مستوى الانخفاض في كلفة الأموال الناتجة عن ارتفاع كلفة الملكية، وهذا يؤدي إلى انخفاض مستويات الربحية وانخفاض في قيمة الشركة في النهاية. وباختصار فإن المغامرة في زيادة نسبة المديونية ضمن الهيكل التمويلي للشركة سيؤدي إلى ازدياد كلفة الأموال بما يفوق الوفورات المترتبة على زيادة نسبة المديونية ذات الكلفة الرخيصة التي تنتج نتيجة الوفورات الضريبية.

أما متغير نسبة السيولة فقد كانت النتيجة متوافقة مع ما هو متوقع. إن مثل هذه النتيجة تدعو إلى ضرورة التركيز على مستويات السيولة المثلى، حيث إن مستويات منخفضة من السيولة من شأنه تحقيق عوائد مرتفعة نسبياً (ربحية عالية) إلا أن هنالك مخاطر لمثل هذا التوجه تتمثل بالاضطرابات المالية وانخفاض القدرة على الوفاء بالالتزامات، وكل ذلك من شأنه أن يؤدي إلى عدم الاستقرار في التدفقات النقدية للشركات. وكذلك الحال عند الاحتفاظ بمستويات سيولة مرتفعة من شأنه أن يؤثر سلباً على الربحية للشركات. أما بخصوص متغير الإنفاق على الدعاية والإعلان فلقد أثبتت الدراسة الأثر الإيجابي لهذا المتغير على ربحية الشركات. إلا أنه هنا لا بد من الدعوة إلى عدم التركيز على النمو السريع غير المتوازن لأحجام المبيعات في الشركات، خاصة إذا تعلق ذلك بزيادة الإنفاق على الدعاية والإعلان، أو التوسع بالبيع بالخصم أو بالتقسيم لما يترتب على ذلك من مخاطر ائتمانية مختلفة خاصة في المدى الطويل. وفي الجانب الآخر، فإن الشركات مدعوة إلى التركيز على دوران المخزون السلعي والتوزيع محلياً ودولياً بشكل متوازن وبما يتناسب مع قدرات الشركة الإنتاجية والتسويقية والتمويلية. إن

النتيجة التي تم التوصل إليها هنا تستدعي أن يكون هنالك اهتمام بدوائر التوزيع والتحصيل في الشركات والتركيز على كفاءة وفعالية مثل هذه الدوائر.

إن النتائج التي تم التوصل إليها بخصوص القيمة السوقية للسهم وحقوق الملكية دلت على ضرورة الاهتمام باختيار المزيج الملائم للهيكل المالي للشركات الذي من شأنه أن يخفض تكلفة الأموال وينعكس إيجاباً على الربحية . إن زيادة القيمة السوقية للسهم من شأنها زيادة ثقة المتعاملين سواء مستثمرين أو مستهلكين بالشركة، وهذا ما يؤدي إلى توسيع الحصة السوقية والمقدرة التنافسية للشركة. وكذلك الحال بالنسبة لحقوق الملكية وزيادة نسبتها إلى إجمالي الموجودات الأمر الذي سيؤدي حتماً إلى تدعيم الوضع المالي للشركة وينعكس إيجاباً على أدائها . أما بخصوص متغير عمر الشركة فقد أثبتت الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عمر الشركة وربحيته، رغم أن الأثر إيجابي لمتغير عمر الشركة على الربحية . وفي هذا دليل كما سبق الإشارة على أن عمر الشركة قد لا يعتبر مؤشراً كافياً للدلالة على الكفاءة الإنتاجية والتسويقية للشركة وبالتالي تحقيق مستويات مرتفعة من الربحية .

ثانياً: التوصيات

في ضوء النتائج السابقة يوصي الباحث بما يأتي :

1. التوجه نحو دمج بعض الشركات مع بعضها البعض وخاصة الشركات المتجانسة في الإنتاج وذلك لزيادة حجمها وبالتالي زيادة ربحيتها، حيث إن لحجم الشركة أثراً واضحاً على تحقيق مستوى أعلى من الأرباح وإملاك قدرة أكبر على منافسة الشركات الأخرى، وهذا ما يدعو إلى التوجه نحو عمليات الاندماج .
2. التركيز على الدعاية والإعلان واختيار الوسائل التي من شأنها كسب ثقة العملاء بهذه الشركات، خاصة وأن للدعاية والإعلان أثراً واضحاً على زيادة الربحية بسبب تعريف العملاء بمنتجات هذه الشركات وخصائصها مما يترتب عليه زيادة مبيعاتها ومن ثم زيادة أرباحها .

٣. العمل على زيادة رأس مال الشركات الصناعية المساهمة الأردنية وذلك لما لرأس المال من أثر واضح على زيادة أرباحها وهذا ما ينعكس إيجابا على تعظيم أموال المساهمين (Stockholder Maximization)، حيث إن زيادة الأرباح غالبا ما يترتب عليه زيادة القيمة السوقية للسهم مما يترتب عليه زيادة أموال المساهمين، وهذا ما يجعلها قادرة على منافسة الشركات الأجنبية وتجنب مخاطر الرفع المالي .
٤. ايلاء السيولة النقدية مزيداً من الاهتمام لكي يكون هناك نوع من التوازن بين السيولة النقدية وربحية الشركات الصناعية المساهمة الأردنية، خاصة وأن للسيولة النقدية أثرا واضحا على القدرة بالوفاء بالتزاماتها، مما يجعلها قادرة أيضا على عدم الوقوع في مخاطر الرفع المالي .
٥. عدم التوسع في المديونية حتى لا تتعرض هذه الشركات لمخاطر الرفع المالي ، حيث كلما زادت مديونية الشركة كلما أصبحت معرضة أكثر لمخاطر الإفلاس ومخاطر الرفع المالي .
٦. التركيز على تحقيق المزيج الملائم للهيكل المالي للشركات الصناعية، الأمر الذي من شأنه تخفيض تكلفة الأموال ، وبالتالي التأثير إيجابيا على ربحية الشركات .
٧. تشجيع الدراسات والأبحاث التي من شأنها رفع كفاءة هذه الشركات لما لها من دور حيوي وهام في الاقتصاد الأردني .

مراجع الدراسة :

المراجع العربية

- . التقارير السنوية للشركات الصناعية المساهمة الأردنية (١٩٩٧ - ٢٠٠١) .
- . التقارير السنوية الصادرة عن سوق عمان المالي (١٩٩٧ - ٢٠٠١) .
- . التقارير السنوية الصادرة عن البنك المركزي الأردني (١٩٩٧ - ٢٠٠١) .
- . التقارير السنوية الصادرة عن صندوق النقد الدولي ١٩٩٧ - ٢٠٠١) .
- . حنان أبو فرحة ، (2001) ، العلاقة بين المخاطر النظامية وكل من الرفع المالي والرفع التشغيلي، دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية ، الجامعة الأردنية، كلية الدراسات العليا، كلية إدارة الأعمال، قسم التمويل .
- . هاني الضمور، (٢٠٠٢) ، العوامل المؤثرة على اختبار سياسات التوسع السوقي التصديري أثرها على الأداء التصديري ، دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية الكيماوية الأردنية المصدرة. مجلة أبحاث اليرموك ، المجلد ١٨ ، العدد ٤ ، كانون أول ، ص ص ١٣٨٥-١٤٠٥ .
- . محمد الميداني، (١٩٩٩)، الإدارة التمويلية في الشركات . الطبعة الثالثة، مكتبة العبيكان، الرياض، العليا ، المملكة العربية السعودية .
- . حسين خشارمة ، ومحمود قاقيش (٢٠٠٠) "العوامل المؤثرة على الربحية في شركات التأمين الأردنية دراسة ميدانية" ، مجلة المنارة، جامعة آل البيت، المجلد الخامس، العدد الأول، ص ص (٢٣٩-٢٥٥) .
- . منهل شوتر، وأحمد الريموني (٢٠٠٠). تحليل دور الصادرات في النمو الاقتصادي في الأردن، طريقة جوهانسن للتكامل المشترك. مجلة أبحاث اليرموك ، المجلد ١٦ ، العدد (٤) ، (كانون الثاني) ، ص ص ٩٧ - ١١٣ .
- . موسى نوفل، (٢٠٠٢)، تقييم أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن باستخدام معدل العائد للفترة ١٩٩١-٢٠٠١، رسالة ماجستير، جامعة آل البيت، كلية الدراسات العليا، قسم المصارف .



المراجع الأجنبية

- Balassa, B., (1978) "Export and Economic Growth" Journal of Development Economics, Vol.5, pp. 181 - 189.
- Berger, A. (1995), " The Relationship Between Capital And Earning in Banking" , Journal of Finance , Vol.2, No. 1 .
- Boyd, J. and Runkle, D. (1993). Size and Performance of Banking Firm : Testing the prediction of the theory. Journal of Monetary Economics, Vol. 31, pp. 47 -67.
- Coit , Craig I , and Karr , John ,)1997(. " Performance measurement In The Banking Industry ,Result of a BAI survey "Bank Accounting and Finance , Vol.10 ,No. 3 .
- Easton , P.D. and Harries , T ,) .1991(" Earning As An Explanatory Variables for Returns" , Journal of Accounting , Vol. 5 , No.3.
- Feder, G., (1982) "On Export and Economic Growth" Journal of Development Economics, Vol. 12, (April 1982), pp. 59 - 73.
- Heggstad, A., (1977). Market Structure, Risk and profitability in commercial Banking. Journal of Finance , Vol. 32, No.4, pp.1207 - 1216.
- Kavoussi, M.,(1984) "Export Expansion and Economic Growth: Further Evidence" Journal of Development Economics, Vol. 18, (Feb/1984), pp. 241 - 250.
- Makhamreh , Muhsen,) 2000 (" Corporate performance In Jordan: A study of the Banking sector" the Arab Bank Review , Vol . 2 , No. 2
- Malyneux , Philip and Thornton , John,(1992) "Determinants of European Bank Profitability : A note", Journal of Banking and Finance , Vol : 16 .
- Michaelas, N., Chittenden, F., and Poutziouris, P. (1999) . Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from company panel data, Small Business Economics, 12 ,pp. 113 - 130.
- Michaely, M., (1977)" .Export Growth: An Empirical Investigation" Journal of Development Economics, Vol. 4, pp. 49 - 53.
- Modigliani, F. and Miller, M. (1963) . Corporate Income Taxes and The Cost of Capital - A Correction, American Economic Review 53, pp. 433 - 443.
- Ohlson , J. (1995) , " Earning , Book value and Dividends , In Equity Evaluation , Contemporary" , Accounting Research , Vol . 8 No . 3 , pp. 661 - 687 .
- Omet , Ghassan M.K and Nobanee , Haitham J ., (2001) " The Capital structure of Listed Industrial Companies In Jordan , " Arab Journal of Administration Sciences ,Vol.8 , No 2 , pp. 273-289 .

Ram, R. (1985), "Export and Economic Growth : Some Additional Evidence" Economic Development and Cultural Change, No.33, pp. 415 - 425.

Rittenberg, L., (1986) "Export Growth Performance of Less Developed Countries" Journal of Development Economics, Vol. 5, pp. 169 - 177.

Revell , Janice (2001) " Annual Reports Decoded, Fortune , Vol 143 , Issue 14 .

Rick , Miller , (1999)" Case Study: Customer Profitability Measurement at Canadian Imperial Bank of Commerce, Bank Accounting and Finance , Vol . 12, No . 2.

Smirlock, M., (1985). Evidence of (Non) Relationship Between Concentration and Profitability in Banking . Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 17, pp. 69 - 83 .

Titman, S., and Wessels, R., (1988). The Determination Of Capital Structure choice, Journal of Finance, Vol. 43, pp. 1 - 9.

لمزيد من المعلومات حول هذه الدراسة من حيث الأهداف والنتائج انظر شوتر
والريموني (٢٠٠٠) .