

The Impact of Capital Structure and Cash Holdings on Firm Value: An Empirical Study on Jordanian Industrial Listed Companies

Mohammad Fawzi Shubita¹

ABSTRACT

This study aimed to analyze the relationship between cash holdings and capital structure and investigate the impact of these two variables on the firm value. The study was conducted on a sample of the Jordanian publicly-held industrial companies registered in Amman Stock Exchange (ASE) over the period (2005-2016). The study used a panel data regression model to study the relationship between capital structure, cash holdings and firm value. The study findings came in line with the results of several previous studies, like Loncan and Caldeira (2014) and Ramadan and Alokdeh (2011). The results of the study revealed a negative relationship between debt and cash holdings, because firms holding more cash would use their cash reserves to finance their projects. The study also found that firm value had a negative relationship with long- and short-term debts. Cash holding, instead, is valued as positive by investors. The study recommended companies to make a balance between cash holding level and capital structure and researchers to conduct further research on other sectors and use other variables.

Keywords: Capital structure, Cash holding, Firm value, Jordanian industrial companies.

¹ Associate Professor, Accounting Department, Amman Arab University, Amman, Jordan.

Received on 4/10/2018 and Accepted for Publication on 10/3/2019.

أثر هيكل رأس المال والاحتفاظ بالنقدية على قيمة المنشأة: دراسة اختبارية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية

محمد فوزي شببطة¹

ملخص

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين هيكل رأس المال والاحتفاظ بالنقدية وأثر هذين المتغيرين على قيمة المنشأة للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان باستخدام نماذج الانحدار للفترة من 2005 إلى 2016. تم استخدام نماذج الانحدار لدراسة الأثر المتوقع بين هيكل رأس المال مقاساً بمجموع الالتزامات مقسوماً على حقوق الملكية والاحتفاظ بالنقدية مقاساً بالنقدية مقسوماً على مجموع الأصول، بالإضافة لدراسة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والديون قصيرة الأجل وطويلة الأجل. توصلت الدراسة إلى عدة نتائج، ومنها وجود علاقة عكسية بين نسبة الدين إلى مجموع الأصول ونسبة النقدية إلى مجموع الأصول مما يعني أن الشركات الصناعية الأردنية تميل إلى تمويل مشاريعها من فائض النقدية لديها. كما توصلت الدراسة أيضاً إلى أن قيمة الشركة السوقية تتأثر سلباً كلما زادت نسبة الاقتراض طويل وقصير الأجل لديها وإيجاباً كلما زادت نسبة احتفاظها بالنقدية. وهذه النتائج متفقة مع دراسة Loncan and Caldeira (2014)، دراسة رمضان والعقدة (2011). وتوصي الدراسة الشركات بضرورة الموازنة بين احتفاظها بالنقدية والاقتراض، كما توصي الباحثين بإجراء المزيد من الدراسات حول هذا الموضوع على قطاعات مختلفة وباستخدام متغيرات أخرى.

الكلمات الدالة: هيكل رأس المال، الاحتفاظ بالنقدية، قيمة المنشأة، الشركات الصناعية الأردنية.

أولاً: الإطار العام للدراسة

المقدمة

تتأثر قيمة المنشأة باختيارات إدارتها لهيكل رأس المال بعنصره الرئيسين: الديون، وحقوق الملكية؛ لأن اختيار طريقة تمويل الاستثمارات يعتمد على العديد من المتغيرات مثل التكاليف والضرائب والرافعة المالية، مما يجعل قرار اختيار طريقة تمويل هيكل رأس المال قراراً مهماً للمنشآت الاعمال. يعرف هيكل رأس المال بأنه الطريقة التي تمول بها الشركة أصولها من خلال مزيج من حقوق الملكية والمديونية، ويحسب بنسبة كل من حقوق الملكية والمديونية إلى رأس المال. وعلى

الرغم من وجود العديد من النظريات التي فسرت النسب الأنسب لاختيارات هيكل رأس المال ونتائجها المتوقعة، فإن نظرتي أولويات التمويل (Pecking-Order Theory) ونظرية التوازن الساكنة (Static Trade-off Theory) كانتا الأكثر بروزاً. تقوم نظرية أولويات التمويل على أساس أن المنشآت تلجأ إلى خيار التمويل بالدين عندما تعجز مصادر تمويلها الداخلي عن تمويل مشاريعها. في المقابل، تقوم نظرية التوازن الساكنة على الاستفادة من مزايا التمويل بالدين القائمة بالأساس على تخفيض الضريبة، ومزايا التمويل الذاتي من حقوق الملكية القائمة على تخفيض مصاريف التمويل، وبشكل متوازن يساعد على تعزيز قيمة المنشأة (Loncan and Caldeira, 2014). وتدعو نظرية التوازن الساكنة الخاصة بالاحتفاظ بالنقدية المنشآت للتوازن بين الاحتفاظ بمستوى عالي للنقدية لتغطية الاستثمارات المتوقعة في المستقبل وبين شراء أدوات مالية ذات

1 أستاذ مشارك، قسم المحاسبة، جامعة عمان العربية، عمان، الأردن.

تاريخ استلام البحث 2018/10/4 وتاريخ قبوله 2019/3/10.

- هل هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاحتفاظ بالنقدية والديون قصيرة الأجل وطويلة الأجل؟
- هل يجد أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل رأس المال والاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية للمنشأة؟

أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة في البحث في قرارات تمويل هيكل رأس المال في المنشآت الأردنية، مع إلقاء الضوء على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والرافعة المالية. بالإضافة إلى ذلك، ستعمل الدراسة على تحليل محددات السياسات النقدية لدى المنشآت. كما تتبع أهمية الدراسة أيضاً من أنها تعمل على تقييم أثر السياسات المفضلة لدى المنشآت في اختيار هيكل رأس المال والاحتفاظ بالنقدية على قيمتها السوقية.

أهداف الدراسة

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين هيكل رأس المال مقاساً بمجموع الالتزامات مقسوماً على حقوق الملكية والاحتفاظ بالنقدية مقاساً بالنقدية مقسوماً على مجموع الأصول، واستقصاء أثر هذه العلاقة على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان باستخدام نماذج الانحدار للفترة من 2005 إلى 2016. وستقارن هذه الدراسة نتائجها مع نتائج الدراسات السابقة.

ثانياً: الإطار النظري والدراسات السابقة

الإطار النظري

هيكل رأس المال

هناك العديد من العوامل التي تؤثر على هيكل رأس المال. وهناك بعض المحددات التي اتفق عليها في الأدب المحاسبي (Smart et al., 2007)؛ فإن الشركات عادة تعتمد بداية على الأرباح المحتجزة لتمويل أنشطتها كأحد مصادر التمويل الداخلية، ثم تلجأ الشركات إلى الاقتراض الخارجي بأدوات الدين أو قروض البنوك إذا احتاجت إلى أموال إضافية. وأخيراً فإن الشركة قد تلجأ إلى زيادة رأس مالها من خلال إصدار أسهم وأدوات مالية جديدة لتغطية النقص في احتياجاتها. وهذا

سيولة عالية تدر دخلاً للمنشآت. أما النظرية الأخرى المسماة نظرية أولويات التمويل فتفضل استعانة الشركة بمصادر التمويل الداخلية لتمويل مشاريعها بدلاً من الاستعانة بالتمويل الخارجي.

في البيئة الأردنية، كما في دول الاقتصادات الناشئة، يلعب الاحتفاظ بالنقدية دوراً مهماً للشركات التي تعاني من الحصول على فرص التمويل بالدين أو تتكبد مصاريف عالية في خدمة الدين نظراً لارتفاع نسب الفائدة مقارنة بالدول المتقدمة. ولذلك تعتبر البيئة الأردنية مناسبة لهذه الدراسة؛ إذ إن تكلفة رأس المال في الأردن تعتبر عالية مع وجود عراقيل كثيرة أمام المنشآت للحصول على الديون من البنوك.

لذلك جاءت هذه الدراسة لتجمع بين كيفية استخدام سياسات الاحتفاظ بالنقدية وسياسات الرفع المالي من قبل المنشآت في الأردن، وتقييم الكيفية التي تؤثر بها هذه السياسات على قيمة المنشأة في ظل السوق الأردني المتحفظ الذي تبحث فيه المنشآت عن مصادر لتمويل مشاريعها بأقل تكلفة ممكنة.

مشكلة الدراسة وأسئلتها

في ظل الموارد المالية المحدودة للشركات الصناعية الأردنية وارتفاع كلف التشغيل لديها، ومع ما يحيط المنطقة من ظروف اقتصادية صعبة أدت إلى إغلاق الآلاف من المصانع الأردنية، أصبحت الفرص الاستثمارية في القطاع الصناعي الأردني ضعيفة، مما جعل الشركات الصناعية تتحفظ على نقديتها الفائضة. ومن جهة أخرى، تعاني الشركات الصناعية من الحصول على فرص تمويلية مناسبة من أدوات الدين أو أدوات الملكية. لذلك جاءت هذه الدراسة لتحاول فهم العلاقة بين فائض النقدية المتوفر للشركات الصناعية وتوجهاتها لتمويل مشاريعها بالاقتراض طويل الأجل أو قصير الأجل وتفضيلاتها بهذا الخصوص بالمقارنة مع مصادر تمويلها الداخلية، بالإضافة إلى انعكاس هذه العلاقة وأثرها على قيمة المنشأة السوقية.

وتتلخص مشكلة الدراسة بالإجابة عن الأسئلة التالية:

- هل هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال والاحتفاظ بالنقدية؟

كأحد محددات الاحتفاظ بالنقدية، فيعتمد على النظرية السائدة. فحسب نظرية التوازن الساكنة، فإن المنشآت الكبيرة تحتفظ بمستويات أقل من النقدية لأنها تستطيع الحصول على مصادر تمويل اقتراض بتكلفة أقل بسبب وفورات اقتصاديات الحجم الكبير. وفي المقابل، حسب نظرية أولويات التمويل، ستقوم المنشآت الكبيرة بالاحتفاظ بمستويات نقدية أعلى لأن هذا يعتبر من مؤشرات نجاح تلك المنشآت (Ferreira and Vilela, 2004). تعتبر احتمالية حصول المنشأة على فرص استثمارية مميزة تولد صافي قيمة حالية موجباً من محددات الاحتفاظ بالنقدية، والعلاقة هنا طردية لأن المنشأة بحاجة للاحتفاظ بمبالغ نقدية كبيرة خوفاً من خسارة تلك الاستثمارات (Han and Qiu, 2007). تعمل الشركات على الاحتفاظ بمستوى عالٍ من النقدية خوفاً من ضياع فرص الاستثمار التي تدر دخلاً عالياً وتحتاج إلى نقد سريع، كما تحتاج الشركة إلى النقدية لتسديد عملياتها التشغيلية المتكررة. وأخيراً تحتاج الشركات إلى فائض نقدية لسداد التزاماتها دون الحاجة إلى الاقتراض مجدداً.

بالإضافة لذلك، يرى الباحث أن الشركات قد تحتفظ بالنقد لمواجهة طلب المساهمين توزيع أرباح نقدية. أما بالنسبة للبنوك، فإنها تطلب من الشركات الاحتفاظ بحد أدنى من الأرصدة النقدية مقابل الخدمات التي تقدمها البنوك لهذه الشركات، وتسمى هذه بالأرصدة النقدية بالأرصدة النقدية التعويضية (Compensating Balances).

الدراسات السابقة

توصلت دراسة رمضان والعقدة (2011) لشركات القطاع الصناعي والمالي والخدمي المدرجة في بورصة عمان للفترة من عام 2000 إلى عام 2006 إلى أن الشركات الحديثة بالمقارنة مع الشركات القديمة الأطول عمراً تتميز عادة بانخفاض تنوعها وقلة أرباحها وزيادة حاجتها لتمويل مشاريع التوسع والنمو وانخفاض مستوى سمعتها الائتمانية، وبالتالي انخفاض قدرتها على الاقتراض. وقد عبرت الدراسة عن نسبة المديونية بقسمة مجموع الالتزامات على مجموع الأصول. وتوصلت هذه الدراسة أيضاً إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة الضرائب والدرع الضريبي من غير القروض وعمر الشركة والنمو المتوقع لها مع نسبة المديونية.

الترتيب في اختيار مصادر التمويل يرجع من وجهة نظر الباحث إلى الاختلاف في تكلفة هذه المصادر؛ فالأرباح المحتجزة تعد الأقل تكلفة بين مصادر التمويل المختلفة، ثم ترتفع التكلفة بأدوات الدين ممثلة بتكلفة الفائدة. ومع ازدياد المخاطرة المرتبط بأدوات الملكية، ترتفع تكلفة إصدار الأسهم وزيادة رأس المال. كما تعد الرافعة المالية عاملاً مهماً في القطاع الصناعي. ومن العوامل الأخرى المؤثرة على هيكل رأس المال مرحلة عمر المنشأة (Frank and Goyal, 2009).

وتعد ربحية المنشأة من العوامل المهمة الأخرى في اختيارات هيكل رأس المال. ويرى الباحث أنه -حسب نظرية أولويات التمويل- من المتوقع أن تكون هناك علاقة عكسية بين الربحية ونسبة الديون مع اتجاه الشركة التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقرضة، وبدرجة أكبر على حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح المحتجزة.

الاحتفاظ بالنقدية

تعمل إدارات المنشآت على إحداث التوازن بين فائض النقدية واحتياجاتها من هذه المبالغ النقدية. ويرى الباحث أن الاحتفاظ بالنقدية له تكلفة تتمثل بخسارة الفرص البديلة من استثمار هذا الفائض لأن العائد دائماً يرتبط بالمخاطر. فكلما احتفظت المنشأة بمبالغ وأصول نقدية أكثر، زاد الأمان لديها، فقلت المخاطر، فانخفض العائد. وفي المقابل، فإن وجود فائض نقدية في اقتصاد لديه مشاكل في السيولة يعطي المنشأة ميزة تنافسية أعلى من منافسيها للحصول على فرص استثمارية تدر أرباحاً عليها. وكذلك تستطيع المنشأة تسديد التزاماتها المتداولة من أصولها المتداولة دون الحاجة للتخلص من أصولها غير النقدية التي تدر عائداً أعلى (Han and Qiu, 2007).

وقد استعرضت الأدبيات السابقة محددات الاحتفاظ بالنقدية، فكانت تكلفة الحصول على مصادر تمويل خارجية تعد من محددات رغبة المنشأة في الاحتفاظ بالنقدية. فكلما كان الحصول على مصادر التمويل الخارجية أسهل مع حرية الدخول إلى أسواق رأس المال انخفضت رغبة المنشأة بالاحتفاظ على مستويات عالية من النقدية. أما حجم المنشأة

والعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية كمؤشر لكفاءة البنوك. وقد توصلت أيضاً إلى وجود علاقة سلبية بين الرافعة المالية والقيمة السوقية للبنوك، وإلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية والعائد على حقوق الملكية.

ومن جهة أخرى، لم تجد دراسة (2013) Al-Taani على 45 شركة صناعية أردنية باستخدام نماذج الانحدار للفترة من 2005 إلى 2009 علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال مقاساً بالديون قصيرة الأجل إلى مجموع الأصول والديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول والأداء المالي مقاساً بالعائد على الأصول وهامش صافي الربح.

توصلت دراسة (2014) Alnajjar على الشركات الصناعية الأردنية للفترة من 2009 إلى 2011 إلى وجود علاقة إيجابية بين هيكل رأس المال والربحية؛ فقد تبين وجود أثر إيجابي للربحية التي تم قياسها بالعائد على الأصول على المديونية التي تم قياسها بنسبة الدين للملكية.

وقد اختبرت دراسة بطاينة وآخرين (2019) على 92 شركة صناعية وخدمية مدرجة في بورصة عمان للفترة من 2010 إلى 2014 أثر هيكل الملكية والحاكمة المؤسسية على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدمية، وذلك باستخدام نموذج الانحدار المشترك. وتوصلت إلى وجود أثر ذي دلالة إحصائية لهيكل الملكية والحاكمة المؤسسية على الأداء المالي للشركات عينة الدراسة.

وبالنسبة للاحتفاظ بالنقدية، توصلت دراسة (2013) Shubita إلى وجود علاقة عكسية بين رأس المال العامل مقاسة بالعائد على الأصول والربحية للشركات الصناعية الأردنية للفترة من 2004 إلى 2011. ويعود ذلك إلى تطبيقات نظرية الوكالة التي تجعل مديري المنشآت يحتفظون بمستويات عالية من النقدية للحصول على رضا المساهمين عن البيانات المالية، مما يرفع مستويات السيولة ويخفض الربحية.

ومن الدراسات المهمة -التي تعد الأقرب إلى دراسة الباحث الحالية- دراسة (2014) Loncan and Caldeira على الشركات الصناعية البرازيلية للفترة من 2002 إلى 2012، التي توصلت إلى أن المنشآت التي لديها صعوبات في الحصول على مصادر تمويل تحتفظ بمستويات أعلى من النقدية، مما يعني أن العلاقة سلبية بين فائض النقدية ونسبة المديونية. كما توصلت إلى وجود

كما اختبرت دراسة عبد الجليل (2014) أثر هيكل رأس المال على الأداء في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية للفترة من 2008 إلى 2012. وقد استخدمت هذه الدراسة نسبة الديون إلى حقوق الملكية كمتغير مستقل، والعائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية كمتغيرين تابعين، وتوصلت إلى وجود أثر عكسي لنسبة المديونية على العائد على الاستثمار، مع عدم وجود أثر لنسبة الديون إلى حقوق الملكية على العائد على الاستثمار في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

توافقت نتائج دراسة عبد الجليل (2014) مع نتائج دراسة (2016) Habib & Wazi على المؤسسات غير المالية الباكستانية للفترة من 2003 إلى 2012 التي تناولت العلاقة بين الدين والربحية، واستخدمت نسبة الدين قصير الأجل إلى مجموع الأصول ونسبة الدين طويل الأجل إلى مجموع الأصول ونسبة مجموع الديون إلى مجموع الأصول كمتغيرات مستقلة، والعائد على الأصول كمتغير تابع، كما استخدمت حجم الشركة ونمو المبيعات كمتغيرات ضابطة. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين استخدام الدين قصير الأجل وطويل الأجل من جهة والربحية من جهة أخرى.

أما دراسة (2018) Davis et al. فقد اختبرت 37 شركة صناعية مدرجة في بورصة نيروبي للفترة من 2009 إلى 2013، وتوصلت إلى وجود علاقة طردية بين الربحية مقاسة بالعائد على رأس المال والتمويل باستخدام الملكية الذي يستخدم بشكل أكبر من التمويل باستخدام أدوات الدين، وذلك حسب نتائج الدراسة التي استخدمت نماذج الانحدار.

وقد توصلت دراسة (2015) Alalade & Adelakun إلى وجود علاقة عكسية بين هيكل رأس المال في التمويل وربحية شركات قطاع الغذاء الصناعية في نيجيريا للفترة من 2009 إلى 2013. وقد تم قياس الربحية باستخدام العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية.

أما دراسة (2012) Abbadi and Abu-Rub على المؤسسات المالية الفلسطينية للفترة من 2007 إلى 2010، فاستنتجت أن استخدام الدين الذي تم قياسه بنسبة الدين للملكية ونسبة الدين للأصول له أثر إيجابي على الربحية، وقد استخدمت الدراسة إجمالي الديون إلى إجمالي الودائع كمؤشر لهيكل رأس المال

واستطاع النجار (2017) في دراسته على 34 شركة صناعية فلسطينية للفترة من 2006 إلى 2014 باستخدام الانحدار المتعدد وتحليل المسار الوصول إلى نتيجة مفادها وجود أثر إيجابي ومهم لنسبة الدين إلى حقوق الملكية كمؤشر لهيكل رأس المال ونسبة التداول المعنية بالسيولة على القيمة السوقية للشركات الصناعية الفلسطينية. ويظهر الجدول (1) ملخصاً للدراسات السابقة ذات الصلة ونتائجها.

علاقة طردية بين مستويات الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة مقاسة بالقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية. ومن جهة أخرى، اعتبر سويدان وآخرون (2018) الحاكمة المؤسسية أحد محددات مستوى النقدية وقاموا بدراسة أثرها على السيولة في الشركات الصناعية الأردنية. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بينها وبين كفاءة إدارة رأس المال العامل. وقد مثلت 49 شركة صناعية عينة الدراسة للفترة من 2011 إلى 2013.

الجدول (1): ملخص لنتائج الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع البحث

أهم النتائج	الدراسة
العلاقة بين هيكل رأس المال للشركات الأردنية وحجمها علاقة طردية.	رمضان والعقده (2011)
وجود أثر عكسي لنسبة المديونية على العائد على الاستثمار.	عبد الجليل (2014)
وجود علاقة سلبية بين استخدام الدين قصير الأجل وطويل الأجل والربحية.	Habib & Wazi (2016)
وجود علاقة طردية بين الربحية مقاسة بالعائد على رأس المال والتمويل باستخدام الملكية.	Davis et al. (2018)
وجود علاقة عكسية بين هيكل رأس المال في التمويل والربحية.	Alalade & Adelakun (2015)
وجود علاقة سلبية بين الرافعة المالية والقيمة السوقية للبنوك.	Abadi and Abu-Rub (2012)
لا يعتبر هيكل رأس المال محدداً للأداء المالي.	Al-Taani (2013)
وجود علاقة ايجابية بين هيكل رأس المال والربحية.	Alnajjar (2014)
وجود أثر ذي دلالة إحصائية لهيكل الملكية والحاكمة المؤسسية على الأداء المالي.	بطاينة وآخرون (2019)
وجود علاقة عكسية بين رأس المال العامل والربحية للشركات الصناعية الأردنية.	Shubita (2013)
وجود علاقة طردية بين مستويات الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة.	Loncan and Caldeira (2014)
وجود علاقة طردية بين الحاكمة المؤسسية وكفاءة إدارة رأس المال العامل.	سويدان وآخرون (2018)
وجود أثر إيجابي ومهم لنسبة الدين إلى حقوق الملكية ونسبة التداول.	النجار (2017)

ثالثاً: منهجية الدراسة

ما يميز هذه الدراسة

تكمل هذه الدراسة ما توصلت اليه الدراسات السابقة في هذا المجال، وتتميز في مساهمتها بدراسة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وهيكل رأس المال طويل الأجل وقصير الأجل من جهة، وأثر كل من هذين المتغيرين على القيمة السوقية للمنشآت، وتطبيق ذلك على الشركات المساهمة العامة الأردنية. كما تتميز هذه الدراسة بإضافة عدة متغيرات ضابطة لنماذج الدراسة لدراسة أثرها وتحليله وصولاً للنتائج على البيئة الأردنية.

مجتمع الدراسة وعينتها

تمثل الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية للفترة من عام 2005 حتى عام مجتمع الدراسة 2016، ويعد هذا القطاع ممثلاً مهماً لبيئة الأعمال الأردنية؛ فهو الأكثر مساهمة في الناتج المحلي الإجمالي والأكثر تشغيلاً لقطاع العمال الأردني. وسوف يتم اختيار الشركات التي لم تتقطع فترة طويلة عن التداول في سوق عمان المالي خلال فترة الدراسة ولم

لهيكل رأس المال والاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية للمنشأة.

نماذج الدراسة ومتغيراتها

اعتمد الباحث منهجية دراسة Loncan and Caldeira (2014)، وسيضيف هذا البحث على متغيرات Loncan and Caldeira (2014) متغير دورة النقدية (Cash Conversion Cycle) كمتغير ضابط إضافي. وتكمل إضافة هذا المتغير إظهار محددات هيكل رأس المال بشكل أوضح؛ إذ إنه كلما طالت هذه الفترة ازدادت صعوبة الشركة في تأمين متطلبات النقدية لديها، مما قد يجعلها تلجأ إلى الاقتراض ورفع نسبة المديونية. كما تمت الاستعاضة عن العائد على رأس المال المستثمر (ROIC)؛ فالأخير على الأصول (ROA) كونه يعطي مؤشراً أدق لربحية الشركات. هذا بالإضافة إلى بعض التعديلات التي ستجري لتتناسب مجتمع الدراسة. وسوف تستخدم هذه النماذج لاختبار فرضيات الدراسة تحقيقاً لأهدافها ووصولاً لنتائج الدراسة. وسوف يتم استخدام نماذج الانحدار (Panel data regressions using the fixed effects estimator) التي يتم تعريفها على النحو الآتي (Gujarati and Porter's, 2009):

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 X_{it} + \dots + \beta_2 W_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

حيث تشير الرموز إلى ما يلي:

Y_{it} : المتغير التابع للشركة i في السنة t ; α_i : معامل المتغير الثابت؛ β_1 و β_2 : معاملات المتغيرات المستقلة؛ X و W : المتغيرات المستقلة؛ ε : خطأ النموذج.

وللتأكد من مطابقة نماذج الدراسة لافتراضات النماذج الخطية الرئيسية، سوف يتم القيام بإجراء عدة اختبارات؛ فلمنع مشكلة تغاير التباين (Heteroscedasticity)، سيتم إظهار قيم التباين $Var(u_i)$ ، وسوف يتم استخدام الأخطاء المعيارية غير المتحيزة (Heteroskedastic robust standard errors)، في النموذج. ولاختبار الارتباط الذاتي بين البواقي (Autocorrelation of residuals) سيتم استخدام اختبار ديربن-واتسون (Durbin-Watson statistic). وأخيراً، لفحص مشكلة الارتباط المتعدد المحتملة بين المتغيرات (Multicollinearity)،

تحدث لها عمليات اندماج أو أي أحداث أخرى تؤثر على احتساب متغيرات الدراسة. وقد تم استبعاد الشركات المالية (البنوك وشركات التأمين) لطبيعتها الخاصة ولأن قياس بعض المتغيرات فيها كالأرباح يتم بطريقة مختلفة عن الشركات الصناعية.

ستمثل (62) شركة صناعية أردنية من القطاعات كافة عينة الدراسة، ولن يكون عدد السنوات متساوياً لجميع الشركات، وذلك لاستبعاد بعض السنوات لبعض شركات العينة؛ بسبب عدم القدرة على احتساب متغيرات الدراسة لتلك الشركات، أو لأن هذه الشركات تأسست بعد عام 2005. بلغ عدد المشاهدات لمجموع الشركات الممثلة للعينة 585 مشاهدة تغطي فترة الدراسة الممتدة على مدى (12) سنة. وقد تم اختيار هذه الفترة الطويلة نسبياً لأخذ فكرة أوضح عن النشاطات الاقتصادية وتحييد أثر الأزمة المالية العالمية الحديثة وأثر الظروف السياسية المحيطة بالأردن على نتائج البحث.

فرضيات الدراسة

بعد استعراض الإطار النظري والأدبيات السابقة لمتغيري الدراسة الرئيسيين، يأتي دور هذه الدراسة في ربط قيمة المنشأة السوقية بمحددات هيكل رأس المال واختيارات المنشأة لتمويل أصولها واستثماراتها طويلة الأجل، من مصادر التمويل الداخلية المتمثلة بمصادر حقوق الملكية الأساسية المكونة من الأرباح المحتجزة وإصدار أدوات الملكية، أو من مصادر التمويل الخارجية المتمثلة بالاقتراض قصير الأجل وطويل الأجل، مع اختيارات المنشأة واستراتيجيتها في الاحتفاظ بفائض النقدية، والموازنة بين فائدة الاحتفاظ بالنقدية وتكلفة الفرصة البديلة لهذه المبالغ المحتقظة. وسيتم ذلك بصياغة فرضيات الدراسة بالصيغة العدمية للإجابة عن أسئلة الدراسة على النحو الآتي:

الفرضية العدمية الأولى H_{01} : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل رأس المال على الاحتفاظ بالنقدية.

الفرضية العدمية الثانية H_{02} : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاحتفاظ بالنقدية على الديون قصيرة الأجل وطويلة الأجل.

الفرضية العدمية الثالثة H_{03} : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية

سيتم تحليل معاملات الارتباط بينها.

لاختبار الفرضية العدمية الأولى، سيتم استخدام النموذج الأول الذي يربط هيكل رأس المال كمتغير تابع مع الاحتفاظ بالنقدية كمتغير مستقل، مع إضافة بعض المتغيرات الضابطة المهمة، وذلك على النحو الآتي:

$$D/Cap_{it} = \alpha_i + \beta_1 C/TA_{it} + \beta_2 \ln TA_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 EB/TA_{it} + \beta_5 NetCapex/TA_{it} + \beta_6 CCC/TA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

حيث تشير الرموز إلى ما يلي:

D/Cap_{it} : نسبة القيمة الدفترية لمجموع الديون إلى القيمة الدفترية لمجموع الديون وحقوق الملكية.

C/TA : يشير للاحتفاظ بالنقدية، ويقاس بالنقدية مقسومة على مجموع الأصول.

$\ln TA$: لوغاريتم مجموع الأصول، ويستخدم كمتغير ضابط لحجم المنشأة.

ROA : العائد على الأصول، ويستخدم كمؤشر للربحية. EB/TA : نسبة صافي الربح قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء (EBITDA) إلى مجموع الأصول. وتستخدم كمؤشر لقدرة المنشأة على توليد النقدية.

$Net Capex/TA$: نسبة الأصول الثابتة صافية من الاستهلاك إلى مجموع الأصول. وتستخدم كمؤشر لفرص التطور والاستثمار.

$\ln CCC$: اللوغاريتم الطبيعي لدورة تحويل النقد (فترة التحصيل) + فترة الاحتفاظ بالمخزون - فترة السداد، ويستخدم كمؤشر ضابط للدلالة على سيولة الشركة.

يقوم النموذج الثاني على ربط الاحتفاظ بالنقدية بالديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل، مع إضافة بعض المتغيرات الضابطة التي تؤثر على احتفاظ المنشأة بالنقدية، وعلى النحو الآتي:

$$C/TA_{it} = \alpha_i + \beta_1 stD/Cap_{it} + \beta_2 ltD/Cap_{it} + \beta_3 sqrtMVE_{it} + \beta_4 NetCapex/TA_{it} + \beta_5 SGA/NOR_{it} + \beta_6 NOR/TA_{it} + \beta_7 DivYld_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

حيث تشير الرموز إلى ما يلي:

C/TA : يشير للاحتفاظ بالنقدية.

stD/Cap : يشير إلى القيمة الدفترية للالتزامات قصيرة الأجل على القيمة الدفترية لمجموع الديون وحقوق الملكية.

ltD/Cap : يشير إلى القيمة الدفترية للالتزامات طويلة الأجل على القيمة الدفترية لمجموع الديون وحقوق الملكية.

$sqrtMVE$: الجذر التربيعي للقيمة السوقية للمنشأة.

$Net Capex/TA$: نسبة الأصول الثابتة صافية من الاستهلاك إلى مجموع الأصول.

SGA/NOR : مجموع المصاريف الإدارية والعمومية على صافي المبيعات.

NOR/TA : معدل دوران الأصول، ويحسب بقسمة صافي المبيعات على مجموع الأصول.

$DivYld$: عائد توزيع الأرباح، ويقاس بالأرباح الموزعة على القيمة السوقية للمنشأة.

يستخدم هذا النموذج لاختبار الفرضية العدمية الثانية، ويقوم على اعتبار الاحتفاظ بالنقدية كمتغير تابع والالتزامات قصيرة الأجل وطويلة الأجل كمتغيرين مستقلين رئيسيين. وقد تم تقسيم مجموع الالتزامات إلى التزامات طويلة الأجل وأخرى قصيرة الأجل لاختبار أثر طول فترة استحقاق الدين على الاحتفاظ بالنقدية (Ferreira and Vilela, 2004).

تشير نسبة الأصول الثابتة إلى ميل الشركة إلى توجيه فائض النقدية إلى شراء أصول ثابتة. أما معدل دوران الأصول فيشير إلى كفاءة الشركة التي تتأثر سلباً بزيادة احتياطي النقدية غير المستغل (Loncan and Caldeira, 2014). إن إضافة هذه المتغيرات الضابطة تعود من وجهة نظر الباحث إلى تحديد عدة عوامل قد تؤثر على مستوى الاحتفاظ بالنقدية وذلك لدراسة ميل الشركة للاحتفاظ بمستويات نقدية عالية لسداد ديونها قصيرة الأجل أو طويلة الأجل.

يربط النموذج الثالث بين خيارات المنشأة في الاحتفاظ بالنقدية من جهة وبين سياساتها في تمويل مشاريعها من القروض قصيرة الأجل أو طويلة الأجل من جهة أخرى، وأثر ذلك على قيمتها السوقية. وتستطيع الشركات الكبيرة في السوق الحصول على فرص تمويل أفضل، مما قد يزيد من حجم الاقتراض الخارجي لديها، بالإضافة إلى أن هذه المنشآت قد تكون لديها فرص أكبر للاحتفاظ بفائض نقدية أكبر. وهذا

الملكية.

C/TA : يشير للاحتفاظ بالنقدية.

InNOR : اللوغاريتم الطبيعي للمبيعات كمؤشر للحجم.

Net Capex/TA: نسبة الأصول الثابتة صافية من الاستهلاك

إلى مجموع الأصول.

ROA: العائد على الأصول، ويستخدم كمؤشر للربحية.

ويلخص الشكل (1) نموذج الدراسة ومتغيراتها

رابعاً: نتائج الدراسة

التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

أما الجدول (2) فيبين المقاييس الوصفية لمتغيرات الدراسة

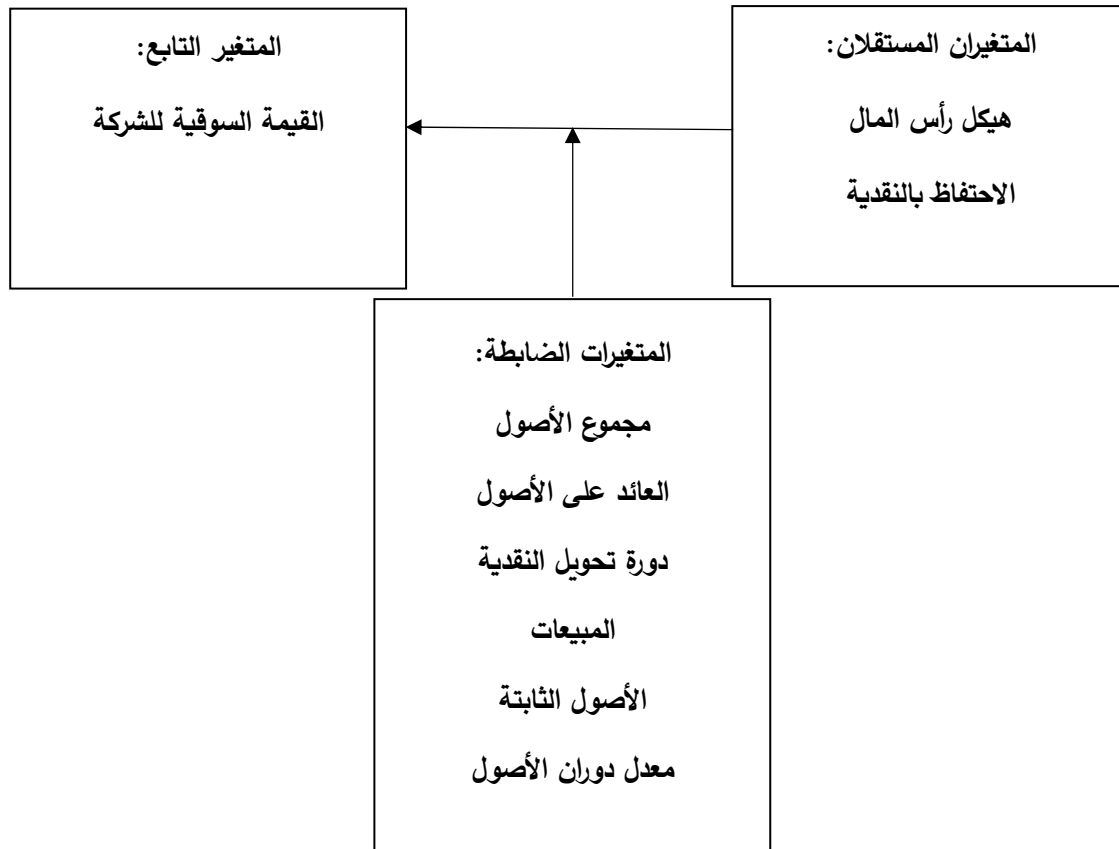
النموذج يحتوي على عدة متغيرات لضبط العلاقة، وسوف يستخدم لاختبار الفرضية الثالثة على النحو التالي:

$$MKB_{it} = \alpha_i + \beta_1 stD/Cap_{it} + \beta_2 ltD/Cap_{it} + \beta_3 C/TA_{it} + \beta_4 InNOR_{it} + \beta_5 NetCapex/Ta_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

MKB: هي القيمة السوقية للمنشأة: عدد الأسهم المكتتب بها مضروباً في السعر السوقي للسهم مقسوماً على مجموع الأصول.

stD/Capit: يشير إلى القيمة الدفترية للالتزامات قصيرة الأجل على القيمة الدفترية لمجموع الديون وحقوق الملكية.

ltD/Capit: ويشير إلى القيمة الدفترية للالتزامات طويلة الأجل على القيمة الدفترية لمجموع الديون وحقوق



الشكل (1): نموذج الدراسة ومتغيراتها

الجدول (2)
المقاييس الوصفية لعينة الدراسة للفترة (2005-2016)

الانحراف المعياري	الوسيط	الوسط	عدد المشاهدات	المتغير
0.256	0.305	0.345	582	DCAP
0.126	0.022	0.066	582	CTA
0.592	7.216	7.280	582	INTA
0.143	0.019	0	582	ROA
0.143	0.061	0.049	582	EBTA
0.195	0.346	0.365	582	CAPEXTA
0.192	0.256	0.280	582	STD
0.139	0	0.063	582	LTD
7803	3048	5402	585	MV
0.382	0.112	0.207	558	SGA
0.369	0.582	0.604	582	NOR
0.031	0	0.021	583	DIV
0.846	0.689	0.934	580	MKB
0.911	6.671	6.499	552	LnCCC

عالية لديها بسبب شرائها للأصول الثابتة والمشاريع طويلة الأجل، وقد يكون هناك تأثير للأزمة العالمية التي أُلقت بظلالها على الاقتصاد الأردني أواخر العقد الأول من القرن الحالي وأدت إلى وجود ضعف ملحوظ في السيولة لدى الشركات التي قد تحقق نسب أرباح مرضية ولكنها تعاني من مشاكل في السيولة نظراً لضعف الموارد النقدية. وللتأكد من أثر الأزمة العالمية، تمت إعادة استخراج التحليل الوصفي للفترة من 2009 إلى 2016، ولم يكن هناك اختلاف ملحوظ في نسبة الاحتفاظ بالنقدية؛ فقد بلغ المتوسط الحسابي 6.7%.

تؤكد هذه النتائج ما تعانيه الاقتصادات الناشئة - ومنها الاقتصاد الأردني - من ضعف قدرتها على الاحتفاظ بمستويات عالية من النقدية لتغطية احتياجاتها ومصاريفها التشغيلية دون الحاجة إلى بيع أصولها الثابتة التي تدر عليها عائداً أعلى. أما بالنسبة لهيكل رأس المال وخياراته، فيبدو أن 34.5% من مجموع أصول الشركات الصناعية الأردنية يتم تمويله من

يعرض الجدول (2) المقاييس الوصفية لمتغيرات الدراسة. إن ما سيتم التركيز عليه في التحليل هي المتغيرات الرئيسية المتمثلة بنسبة الاحتفاظ بالنقدية ونسبة الديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل. وبالنسبة للاحتفاظ بالنقدية، يشير المتوسط الحسابي لهذا المتغير إلى أن الشركات الصناعية الأردنية تحتفظ بما نسبته 6.6% فقط من مجموع أصولها على شكل نقدية. وهذا يؤكد ما تعانيه الشركات الأردنية من مشاكل في السيولة بسبب ضعف النقدية الجاهزة، مما يجعل هذه الشركات عرضة لضياح فرص استثمارية قد تدر عليها عائداً عالياً، بالإضافة إلى ضعف قدرتها على تلبية احتياجاتها وسداد التزاماتها ومصاريفها التشغيلية التي تحتاج في الكثير من الأحيان إلى سيولة جاهزة. وبالنسبة للانحراف المعياري فقد بلغ 12.6%، مما يشير إلى وجود تفاوت متوقع بين الشركات الصناعية في رغبتها بالاحتفاظ بالنقدية. ولكن يرى الباحث أيضاً أن الشركات قد تميل إلى عدم الاحتفاظ بمستويات نقدية

السوقية للشركات. وقد كانت العلاقة طردية بين الاقتراض قصير الأجل والاقتراض طويل الأجل وكلاهما تربطه علاقة سلبية مع الاحتفاظ بالنقدية. فكلما احتفظت الشركات الصناعية الأردنية بفائض نقدية أكبر قل احتياجها إلى الاقتراض واعتمدت أكثر على مصادر التمويل الداخلية لتمويل مشاريعها.

الجدول (3)

معاملات ارتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة

المتغير	STD	LTD	CTA
MV	-0.153***	-0.026	0.252***
STD		0.171***	-0.275***
LTD			-0.124***

*** ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.01؛ ** ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05؛ * ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.1.

تحليل الانحدار واختبار الفرضيات

يعرض الجدول (4) المعاملات والاختبارات الإحصائية للنموذج الأول الخاص بمحددات الاقتراض الخارجي. وقد شكلت نسبة مجموع الدين إلى مجموع الأصول المتغير التابع، وهي مؤشر للرافعة المالية، بينما كانت نسبة الاحتفاظ بالنقدية هي المتغير المستقل الرئيسي. يتبين من الجدول أن النموذج مهم إحصائياً؛ فقد بلغت قيمة R^2 Adj 34.5%. إن نسبة الاحتفاظ بالنقدية لها علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1% مع الرافعة المالية. أما بالنسبة لباقي المتغيرات الضابطة، فقد وجد أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1% بين العائد على رأس المال المستثمر والرافعة المالية، كما وجدت علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1% بين لوغاريتم مجموع الأصول ونسبة صافي الربح قبل الفوائد والضرائب على مجموع الأصول ونسبة الأصول الثابتة على مجموع الأصول والرافعة المالية.

إن العلاقة العكسية بين الاحتفاظ بالنقدية والرافعة المالية تتماشى مع نظرية أولويات التمويل (Pecking-Order Theory)، وتؤكد هذه النتيجة أن الشركات الصناعية الأردنية تلجأ

مصادر تمويل خارجية، وهذا يقارب ما توصلت إليه دراسة (Loncan and Caldeira 2014) على الشركات الصناعية البرازيلية من أن نسبة 37.7% من مجموع أصول تلك الشركات تمول من مصادر تمويل خارجية. أما بالنسبة لفترة القروض، فكانت بنسبة 28% من مصادر تمويل خارجية قصيرة الأجل و6.3% من مصادر تمويل طويلة الأجل. هذه النتائج تعود من وجهة نظر الباحث إلى انخفاض رغبة الشركات بدفع مصاريف تمويل كبيرة وخوفها من درجة المخاطر العالية التي يسببها الاقتراض طويل الأجل، مما جعل الشركات تلجأ لمصادر التمويل من حقوق الملكية مثل إصدار الأسهم أو الاعتماد على الأرباح المحتجزة. ومن الأسباب الأخرى إجماع البنوك عن منح القروض للشركات خوفاً من مخاطر عدم السداد، مما جعل الشركات تبحث مرغمة عن فرص تمويل داخلية بمخاطر أقل. وقد اكدت دراسة عبد الجليل (2014) ذلك؛ إذ بلغ متوسط اقتراض الشركات الصناعية 29% للفترة من عام 2008 إلى عام 2012، وهذه الفترة هي الأكثر تأثراً بالأزمة المالية العالمية.

وتجدر ملاحظة اقتراب أرقام الوسيط من الوسط الحسابي للمتغيرات الثلاثة مع الارتفاع النسبي للانحراف المعياري، مما يؤكد اختلاف الشركات في ميولها نحو التمويل الخارجي. وقد يعود ذلك لاختلاف قدرتها على الحصول على اقتراض خارجي بسبب اختلاف حجمها. وللتأكد من ذلك، تم استخراج الوسط الحسابي للشركات الكبيرة التي حجمها أعلى من المتوسط الحسابي للقيم السوقية. وقد تبين أن هناك ارتفاعاً بسيطاً غير جوهري في الوسط الحسابي للدين على حقوق الملكية الذي بلغ 35.7%، مما ينفي هذا السبب.

الارتباط بين متغيرات الدراسة

يبين الجدول (3) معاملات ارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة الرئيسية. وتشير نتائج الجدول (3) إلى وجود علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية بين الاقتراض قصير الأجل وقيمة الشركة السوقية؛ بمعنى أن المستثمرين يرون في لجوء الشركات للاقتراض قصير الأجل مؤشراً سلبياً عند تقدير قيمة الشركة، لكنهم لا يفعلون ذلك عند النظر إلى الاقتراض طويل الأجل. ويعتبر الاحتفاظ بالنقدية مؤشراً إيجابياً عند تقييم القيمة

الجدول (4): معاملات النموذج الأول (محددات الاقتراض)

المتغير	المعاملات Coefficients	اختبار t (t- value)	Robust SE.
C/TA	-0.365***	-4.982	0.069
lnTA	0.061***	3.783	0.0153
ROA	-2.955***	-9.682	0.288
EB/TA	2.350***	7.750	0.286
NetCapex/TA	0.108***	2.164	0.047
LnCCC	-0.027**	-2.418	0.042
عدد المشاهدات	581		
F-statistic	40.99***		
Adj R ²	0.348		
Durbin-Watson	1.551		
Var(u _i)	0.345		
Max. VIF	1.2		

*** ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.01؛

** ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05؛

* ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.1.

يشير الجدول (5) إلى المعاملات والاختبارات الإحصائية للنموذج الثاني الخاص بمحددات الاحتفاظ بالنقدية. فقد تبين وجود علاقة عكسية بين الاحتفاظ بالنقدية والاقتراض قصير الأجل؛ أي كلما كان هناك فائض أكبر في النقدية قل اعتماد الشركة على التزامات قصيرة الأجل بسبب اعتمادها على مصادرها الداخلية دون الحاجة للاعتماد على الغير. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Loncan and Caldeira 2014). وقد تبين أيضاً عدم وجود علاقة مهمة إحصائية بين الاحتفاظ بالنقدية والاقتراض طويل الأجل؛ بمعنى أن المنشآت لا تعتبر رغبتها في الاقتراض طويل الأجل من محدّدات الاحتفاظ بمستوى عالٍ من النقدية.

يتبين أيضاً وجود علاقة سلبية بين شراء المنشأة للأصول الثابتة والاحتفاظ بالنقدية؛ بمعنى أن الشركات الصناعية الأردنية تستغل الفائض من النقدية في شراء أصول ثابتة تحتاجها في الصناعة. وهذه الأصول الثابتة إن تم شراؤها بناءً على دراسات جدوى اقتصادية، فقد تولد تدفقات نقدية استثمارية

للاقتراض الخارجي عند عدم توفر النقدية الكافية لتمويل مشاريعها؛ بمعنى أنها تستغل نقديتها الفائضة كوسيلة للتمويل الداخلي لتخفيض مخاطر الاقتراض الخارجي. وتفسر هذه النتيجة أيضاً بعدم مجازفة الشركات الصناعية الأردنية واحتفاظها بفائض نقدية كافٍ لتمويل مشاريعها المستقبلية. وقد يعتبر هذا تجميداً للنقد، خصوصاً إذا طالت الفترة، مما يجعل هذه الشركات عرضة لخسارة الفرصة البديلة من استثمار فائض الأموال في مشاريع تدر عليها دخلاً عالياً. وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسات السابقة مثل Loncan and Caldeira (2014) و (Bigelli and Vidal 2012)، ورمضان والعقدة (2011).

كما يمكن الإشارة إلى وجود علاقة طردية بين حجم الشركة وتوجهها للاقتراض الخارجي، وذلك لأن الشركات الكبيرة التي لديها أصول بحجم كبير تستطيع الحصول على الاقتراض الخارجي من خلال رهن هذه الأصول والحصول على نسب فائدة منخفضة. وكذلك فإن البنوك ترحب بالشركات الكبيرة وتقدم لها تسهيلات أكثر من الشركات الصغيرة؛ ظناً منها بقدرتها على سداد أصل القرض وفوائده. وهذه النتيجة انتقلت مع دراسة رمضان والعقدة (2011) على البيئة الأردنية، بينما اختلفت مع دراسة (Esperance et al. 2003).

وأخيراً كانت هناك علاقة طردية بين الاقتراض الخارجي وصافي الربح قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء؛ فهذه المبالغ يمكن استغلالها في سداد الالتزامات الخارجية وفوائدها. ويعني ذلك أنه كلما زادت القدرة على توليد النقدية كانت قدرة المنشأة أكبر على سداد الالتزامات، مما يجعلها أكثر ميلاً نحو الاقتراض الخارجي. وفي المقابل، كانت العلاقة عكسية مع الربحية؛ فالمنشآت التي تولد أرباحاً أكثر من أصولها تعتمد على هذه الأرباح كمصدر تمويل داخلي في تمويل مشاريعها، مما يجعلها أقل احتياجاً للتمويل الخارجي، كما تبين أيضاً وجود علاقة عكسية مع دورة تحويل النقدية؛ أي كلما طالت دورة تحويل النقدية تسبب ذلك بمشاكل في سيولة الشركات، مما يجعل البنوك تعزف عن منحها القروض لعدم قدرتها على سدادها. من كل ما سبق، سيتم رفض الفرضية العدمية الأولى والإقرار بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال والاحتفاظ بالنقدية.

يوضح الجدول (6) المعاملات والاختبارات الإحصائية الخاصة بالنموذج الثالث. يتبين من الجدول وجود علاقة عكسية مهمة إحصائياً للاقتراض طويل الأجل وقصير الأجل مع القيمة السوقية للمنشأة؛ بمعنى أن الشركات الصناعية الأردنية التي تتمتع بقيم سوقية عالية تستطيع الحصول على الأموال من خلال زيادة رأس المال عن طريق طرح أسهم، وستكون جاذبة للمستثمرين دون الحاجة للاقتراض الخارجي. كما يمكن تفسير النتيجة بأن الشركات التي تلجأ للاقتراض الخارجي تتخفف قيمها السوقية، ويؤكد ذلك أن معامل الاقتراض طويل الأجل كان أعلى من معامل الاقتراض قصير الأجل، مما يعني أن المستثمرين لا يفضلون الاستثمار في الشركات التي تميل نحو الاقتراض الخارجي طويل الأجل، مما يخفف قيمتها السوقية.

وتتمثل النتيجة المهمة الثانية التي يمكن استخلاصها من هذا الجدول في وجود علاقة طردية مهمة إحصائياً بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة السوقية؛ إذ إنه كلما ارتفع مستوى النقدية في الشركة ارتفعت ثقة المستثمرين بها، مما سيؤدي إلى زيادة الطلب على أسهمها وارتفاع قيمتها السوقية. إن الكثير من المستثمرين ينظرون إلى سيولة الشركات قبل الاستثمار بها؛ لأن فائض السيولة يتم استخدامه في التوزيعات النقدية للمستثمرين مما يزيد من إقبالهم على شراء أسهم الشركات ويرفع من قيمتها. وتتفق هذه النتائج مع ما توصلت إليه دراسة (Loncan and Caldeira 2014) ودراسة Dimitrov and Jain (2008). وأما بالنسبة للمتغيرات الضابطة، فكانت هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية فقط بين العائد على رأس المال المستثمر وقيمة المنشأة السوقية. وهذه النتيجة غير المتوقعة - من وجهة نظر الباحث - قد تفسر بأن العديد من المستثمرين في سوق عمان المالي لا يقومون بتقييم ربحية الشركة قبل شراء أسهمها، وإنما يرتبط قرار شرائهم للأسهم بعوامل أخرى مثل الإشاعة أو المضاربة السريعة. وإذا ترفض الفرضية العدمية الثالثة، مما يعني وجود أثر ذي دلالة إحصائية لهيكل رأس المال والاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية للمنشأة.

تحتاجها الشركات في سداد قروضها أو تغطية خسائرها. أما باقي النتائج، فكانت متوقعة ومتناسبة مع الأدبيات السابقة. فكلما زاد حجم الشركة زادت قدرتها على الاحتفاظ بالنقدية، وكلما كانت النقدية بمستويات عالية كانت هناك قدرة أكبر على شراء الأصول وتوزيع الأرباح النقدية على المساهمين وسداد المصاريف التشغيلية.

وعليه، يتم رفض الفرضية العدمية الثانية؛ فإذا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاحتفاظ بالنقدية والديون قصيرة الأجل وطويلة الأجل.

الجدول (5) معاملات النموذج الثاني
(محددات الاحتفاظ بالنقدية)

المتغير	المعاملات Coefficients	اختبار t (t- value)	Robust SE.
stD/Cap	-0.072***	-4.680	0.0083
ltD/Cap	0.023	-1.094	0.0112
sqrtMVE	4.407***	12.981	0
NetCapex/TA	-0.047***	-3.014	0.0084
SGA/NOR	0.019**	2.540	0.0041
NOR/TA	0.029***	3.291	0.0047
DivYld	0.164*	1.656	0.0535
عدد المشاهدات	548		
F-statistic	40.91***		
Adj R ²	0.34		
Durbin-Watson	1.956		
Var(u _i)	0.053		
Max. VIF	1.32		

*** ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.01؛

** ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05؛

* ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.1.

الجدول (6) معاملات النموذج الثالث (قيمة المنشأة)

المتغير	المعاملات Coefficients	اختبار t (t-value)	Robust SE.
stD/Cap	-0.793***	-4.210	0.0948
ltD/Cap	-1.071***	-4.314	0.1248
C/TA	2.062***	7.589	0.1367
lnNOR	0.138	1.460	0.0474
NetCapex/TA	0.239	1.314	0.0913
ROA	-0.553**	-2.185	0.1274
عدد المشاهدات	579		
F-statistic	21.038***		
Adj R ²	0.172		
Durbin-Watson	1.770		
Var(u _i)	0.934		
Max. VIF	1.286		

*** ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.01؛

** ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05؛

* ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.1.

ويخلص الجدول (7) نتائج اختبار الفرضيات الثلاث.

الجدول (7): نتائج اختبار فرضيات الدراسة

الفرضية العدمية	النتيجة	الاستنتاج
الأولى	رفض	توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال والاحتفاظ بالنقدية.
الثانية	رفض	توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاحتفاظ بالنقدية والديون قصيرة وطويلة الأجل.
الثالثة	رفض	يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل رأس المال والاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية للمنشأة.

أشارت الاختبارات الإحصائية المستخدمة إلى خلو النماذج

الثلاثة من المشاكل الإحصائية التي تمت الإشارة لها سابقاً. فقد كانت معاملات ديرين-واتسون (Durbin-Watson) قريبة من (2)، مما يعني خلو النماذج من مشكلة الارتباط الذاتي. أما بالنسبة للارتباط المتعدد، فقد تم استخدام معاملات الارتباط المتعدد (Variance Inflation Factors (VIFs)، وقد تم وضع القيمة الأعلى لكل نموذج في الجداول وكانت جميعها أقل من 5، مما يعني خلو النماذج جميعها من الارتباط المتعدد (Gujarati and Porter's, 2009).

خامساً: خلاصة الدراسة وأهم توصياتها

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين هيكل رأس المال واختيارات الشركات الصناعية الأردنية في تمويل مشاريعها طويلة الأجل من جهة، وبين سياسة احتفاظ الشركة بفائض نقدية وتفضيلات توجيه هذه الفوائض من جهة أخرى. كما تطرقت إلى دراسة أثر كل من هذين المتغيرين على قيمة الشركة في السوق. وقد تناغمت نتائج هذه الدراسة مع نتائج العديد من الدراسات السابقة.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين الرافعة المالية وميل الشركة نحو الاقتراض الخارجي وبين احتفاظها بالنقدية؛ بمعنى أن الشركات الأردنية تفضل استخدام ما يفيض عندها من أرباح محتجزة في تمويل مشاريعها بينما تحتفظ الشركات التي تقترض من الخارج (Leveraged Firms) بمستويات منخفضة من النقدية.

كما توصلت الدراسة إلى أن لجوء الشركات الصناعية الأردنية التي تمثل عينة الدراسة إلى الاقتراض الخارجي طويل الأجل وقصير الأجل يخفض من قيمتها السوقية، ويفسر هذا بسلوك الخوف من المخاطر (Risk Averse) من المستثمرين الذين يجدون في الاقتراض الخارجي تأثيراً على تذبذب عوائد الأسهم. كما تكون هذه الشركات عرضة أكبر لخطر التصفية. إن اتفاق نتائج الدراسة مع نتائج العديد من الدراسات السابقة غير الأردنية التي استعرضت سابقاً إنما يدل على اتفاق بين الشركات الأردنية وغير الأردنية على العديد من المتغيرات التي تمت دراستها وأثرها، خصوصاً فيما يتعلق بهيكل رأس المال أو الاحتفاظ بالنقدية. فالأثر المتوقع مثلاً لانخفاض قيمة الشركة السوقية عند اعتمادها على التمويل

التزاماتها ونفقاتها التشغيلية واستثمار الفائض من النقدية في تمويل مشاريعها وشراء أصول ثابتة تدر عليها عائداً أعلى. وتوصي هذه الدراسة أيضاً بأن تقوم الشركات بإعداد دراسات جدوى اقتصادية لمشاريعها لدراسة البدائل المفضلة في تمويل هيكل رأس المال والموازنة بينها. فعلى الشركات استغلال فرص الاقتراض الخارجي حتى لو كانت تملك فائض نقدية إن كانت كلف التمويل منخفضة والعائد المتوقع عالياً. كما توصي الدراسة الباحثين بإجراء دراسات أخرى حول الموضوع على القطاع المالي والخدمي، وبإمكان الباحثين إضافة متغيرات أخرى على النماذج، مثل نسبة الملكية إلى مجموع الأصول وسيولة السهم ونسبة التغطية لمصروف الفائدة وخدمة الدين.

الخارجي تم تأكيده على الشركات الصناعية الأردنية كحال الشركات غير الأردنية. فالمستثمر أينما كان يتردد في شراء أسهم الشركات التي ترتفع نسبة مديونيتها. وينطبق هذا التحليل على الاحتفاظ بالنقدية أيضاً لأن الشركات الأردنية وغير الأردنية لا تلجأ للاقتراض الخارجي عند توفر فائض نقدية لديها.

توصي هذه الدراسة بأن تسعى الشركات الأردنية وهيئة الأوراق المالية إلى توعية المستثمرين بأهمية تحليل البيانات المالية للشركة قبل اتخاذ قرار الشراء بأسهمها. فقد تبين في إحدى نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية بين ربحية الشركة وقيمتها السوقية، مما يعني أن المستثمرين لا يهتمون برقم الربح عند اتخاذ قرارهم الاستثماري. كما توصي الدراسة الشركات الصناعية الأردنية باحتفاظ الشركة بنقدية كافية لسداد

المراجع

المراجع العربية

- الأردنية في إدارة الأعمال، الجامعة الأردنية، 14 (3)، ص339-355.
- عبد الجليل، توفيق، 2014، أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، الجامعة الأردنية، 10 (3)، ص 390-403.
- النجار، جميل، 2017، أثر كل من الاستثمار في الأصول غير الملموسة، والأداء المالي، والسياسة المالية على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، الجامعة الأردنية، 13 (3)، ص375-404.

- بطاينة، هنادي، سوزان عبد، وميشيل سويدان، 2019، أثر هيكل الملكية والحاكمة المؤسسية على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة، *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، 15 (1)، ص 95-120.
- رمضان، عماد، والعقدة، صالح، 2011، محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية: دراسة من واقع سوق الأوراق المالية الأردني للفترة 2000-2006، *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، 7 (2)، ص228-245.
- سويدان، ميشيل، ورسمي المقبل، وروان عطوة، 2018، تأثير الحاكمة المؤسسية على كفاءة إدارة رأس المال العامل للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، *المجلة*

المراجع العربية باللغة الإنجليزية

- Abdel-Jalil, Tawfiq. 2014. The Impact of Capital Structure on the Performance of the Jordanian Publicly-Held Industrial Companies. *Jordan Journal of Business Administration*, 10 (3): 390-403.
- Al-Najjar, Jameel Hasan. 2017. The Impact of Investment in Intangible Assets, Financial Performance and Financial

- Policy on the Market Price of Public Shareholding Companies Listed at Palestinian Securities Exchange. *Jordan Journal of Business Administration*, 13 (3): 375-404.
- Bataineh, Hanadi, Suzan Rasmi Abed and Mishiel Suwaidan. 2019. The Impact of Ownership Structure and Corporate

- Governance on the Financial Performance of Jordanian Listed Companies. *Jordan Journal of Business Administration*, 15 (1).
- Ramadan, E. and Aloqdeh, S. 2011. The Determinants of Capital Structure: Evidence from Jordan. *Jordan Journal of Business Administration*, 7 (2).
- Abbadi, S. and Abu-Rub, N. 2012. The Effect of Capital Structure on the Performance of Palestinian Financial Institutions. *British Journal of Economics, Finance and Management Sciences*, 3 (2): 92-101.
- Alalade, Y. S., Oguntodu, J. A. and Adedokun, V. A. 2015. Firms' Capital Structure and Profitability Performance: A Study on Selected Food Product Companies in Nigeria. *International Journal of Banking and Finance Research*. 1 (7): 14-25.
- Alnajjar, M. I. 2014. Determinants of Capital Structure in Jordan Industrial Sector. *Global Journal of Management and Business Research*, 14 (2): 78- 85.
- Al-Taani, K. 2013. The Relationship between Capital Structure and Firm's Performance. *Journal of Finance and Accounting*, 1 (3): 41-45.
- Bigelli, M. and Sanchez-Vidal, J. 2012. Cash Holdings in Private Firms. *Journal of Banking & Finance*, 36 (1): 26-35.
- Davis, Kerosi O., Mugo K. Robert and Kalui M. Fredrick. 2018. The Relationship between Capital Structure and Profitability of Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange. *African Development Finance Journal*, 2 (1): 182-216.
- Dimitrov, V. and Jain, P. 2008. The Value-relevance of Changes in Financial Leverage Beyond Growth in Assets and GAAP Earnings. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 23 (2): 191-222.
- Suwaidan, Mishiel, Said Suwaidan, Rasmi Jameel Megbel and Rawan Hakam Atwa (2018). The Impact of Corporate Governance on Working Capital Efficiency of Manufacturing Jordanian Listed Companies. *Jordan Journal of Business Administration*, 14 (3): 339-355.

المراجع الأجنبية

- Ferreira, M.A. and Vilela, A.S. 2004. Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management*, 10 (2): 295-319.
- Frank, M. Z. and Goyal, V.K. 2009, Spring. Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 38 (1): 1-37.
- Gujarati, Damodar N. and Dawn C. Porter. 2009. *Basic Econometrics*. Fifth Edition, McGraw-Hill.
- Esperanca, J.P., P.M.G. Ana and A.G. Mohamed. 2003. Corporate Debt Policy of Small Firms: An Empirical (Re) Examination. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 10 (1): 62-80.
- Habib, H., Khan, F. and Wazir, M. 2016. Impact of Debt on Profitability of Firms: Evidence from Non-Financial Sector of Pakistan. *City University Research Journal*, 6 (1): 70-80.
- Han, S. and Qiu, J. 2007. Corporate Precautionary Cash Holdings. *Journal of Corporate Finance*, 13 (1): 43-57.
- Shubita, Mohammad. 2013. Working Capital Management and Profitability: A Case of Industrial Jordanian Companies. *Contemporary Research in Business and Social Science*, 4 (8): 108-115.
- Yinka, A. S. and Oluwadetan, A. 2015. Capital Structure and Profitability: A Critical Analysis of Quoted Manufacturing Companies in Nigeria. *American Journal of Economic, Finance and Management*. 1 (5): 369-376.