

أثر هيكل رأس المال والرفع المالي والربحية على قيمة شركات التعليم والاستثمار الأردنية

د. حسين محمد حسين سمحان

جامعة الزرقاء - الأردن

المخلص

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر كل من هيكل رأس المال والرفع المالي والربحية على قيمة شركات التعليم والاستثمار الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، مما يساعد المحلل المالي في التعرف على أهم المتغيرات المؤثرة في قيمة هذا النوع من الشركات وفي التنبؤ بقيمة الشركة مستقبلاً في ضوء المتغيرات المذكورة.

وقد استخدم الباحث المنهج الوصفي في تحليل العلاقات بين متغيرات الدراسة واستعان بالبرامج الإحصائية المحوسبة في هذا المجال للتوصل إلى نتائج الدراسة.

توصلت الدراسة إلى أن شركات التعليم والاستثمار في الأردن تمكنت من زيادة قيمتها السوقية بشكل ملفت خلال الفترة من 2006 حتى 2011، كما تأثرت قيمة شركات التعليم والاستثمار في الأردن باستخدام هذه الشركات للرفع المالي إضافة إلى أسلوب الاعتماد على هيكل رأس المال، إضافة إلى عدم تأثير مستوى العائد الذي حققه المساهمون على استثمار أموالهم في شركات التعليم والاستثمار الأردنية في القيمة السوقية لهذه الشركات. وأوصى الباحث في نهاية الدراسة بضرورة اهتمام شركات التعليم والاستثمار في الأردن بإدارة هيكل رأس المال ودرجة الرفع المالي بالشكل الذي يؤدي إلى الاستمرار في زيادة قيمتها السوقية واستخدام المستثمرين وشركات الوساطة المالية لهيكل رأس المال ودرجة الرفع المالي في شركات التعليم والاستثمار الأردنية في عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بالاستثمار في أسهم هذه الشركات.

Abstract :

This study aimed to investigate the effect of all of its capital structure and financial leverage and profitability on the value of the Jordanian education and investment companies listed on the Amman Stock Exchange, which helps financial analyst to identify the most influential variables in the value of this type of company and in the prediction of the value of the company's future in light of variables mentioned.

Descriptive method has been used in the analysis of relations between the variables of the study and used the computerized statistical programs in this area to reach the results of the study.

The study found that education and investment companies in Jordan managed to increase their market value dramatically during the period from 2006 to 2011, also the value of education and investment companies in Jordan effected by using for financial leverage .

At the end of the study, The researcher recommended that the education and investment companies in Jordan must attention to manages its capital structure and leverage which leads to continue to increase their market value .

تمهيد:

من المثير للاهتمام في مجال التعليم الخاص في الأردن هو تحقيق أرباح ملفتة وتطور جيد في الأوضاع المالية لشركات التعليم والاستثمار المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خاصة تلك الشركات التي تمتلك جامعات خاصة رغم تحقيق التعليم الجامعي الحكومي تراجعاً كبيراً في الأوضاع المالية حتى أن بعض الجامعات الحكومية أعلنت مؤخراً أنها قد لا تتمكن من دفع رواتب العاملين فيها¹.

يعتبر الهدف الأساسي من القوائم المالية المنشورة هو تزويد الفئات المعنية بالمعلومات اللازمة والمفيدة لاتخاذ القرارات ، ويعتبر تحليل القوائم المالية المنشورة للشركة في الفترة الحالية والفترات السابقة أفضل أسلوب لتقدير الأداء المستقبلي للشركة وتقييم أوضاعها . هذا الأمر المثير للاهتمام جعلنا نفكر في قيمة شركات التعليم السوقية وكيف تمكنت من زيادة قيمتها السوقية خلال السنوات السابقة وهل كان للإدارة المالية اثر واضح في هذا المجال. لذا جاءت هذه الدراسة لإلقاء الضوء على أثر هيكل رأس المال والرفع المالي والربحية في قيمة شركات التعليم والاستثمار المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية .

أولاً : الإطار العام للبحث

تعتبر هذه الدراسة استطلاعية بالنسبة لشركات التعليم والاستثمار الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وكذلك إرتباطية لأنها تتعرض لدراسة العلاقة بين عدد من المتغيرات وقيمة شركات التعليم والاستثمار .

أهمية الدراسة :

تتبع أهمية هذه الدراسة كونها تركز على بيان تأثير عدد من المتغيرات المهمة في قيمة الشركات المتخصصة في التعليم في الأردن مما قد يساعد متخذي قرارات التمويل والاستثمار في هذه الشركات في المملكة على زيادة مستوى دقة القرار لديهم.

مشكلة الدراسة :

يمكن تلخيص مشكلة هذه الدراسة في محاولة الباحث الإجابة على الأسئلة التالية :

1. هل يؤثر هيكل رأس المال لشركات التعليم والاستثمار الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية على قيمتها السوقية؟
2. هل تؤثر درجة الرفع المالي لشركات التعليم والاستثمار الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية على قيمتها السوقية ؟
3. هل تؤثر ربحية شركات التعليم والاستثمار الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية على قيمتها السوقية ؟

أهداف البحث :

يهدف الباحث من خلال هذا البحث الى :

1. التعرف على العلاقة بين الهيكل المالي لشركات التعليم والاستثمار الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية و قيمتها السوقية
2. التعرف على العلاقة بين درجة الرفع المالي في شركات التعليم والاستثمار الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية و قيمتها السوقية
3. التعرف على العلاقة بين ربحية شركات التعليم والاستثمار الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية و قيمتها السوقية

فرضيات الدراسة

تقوم الدراسة على اختبار الفرضيات التالية للتوصل الى نتائج علمية متعلقة بالموضوع :

الفرضية الأولى :

H_0 :لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال و القيمة السوقية لشركات التعليم والاستثمار الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية

الفرضية الثانية :

H_0 :لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين درجة الرفع المالي و القيمة السوقية لشركات التعليم والاستثمار الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية .

الفرضية الثالثة :

H_0 :لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الربحية (العائد على حق الملكية) و القيمة السوقية لشركات التعليم والاستثمار الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية .

مجتمع وعينة البحث :

يتكون مجتمع الدراسة من جميع شركات التعليم والاستثمار الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية وعددها ست شركات حيث شملت العينة مجتمع الدراسة كاملا والذي تكون من الشركات التالية :

- 1.مدارس الاتحاد
- 2.الإسراء للتعليم والإستثمار
- 3.البتراء للتعليم
- 4.فيلاذلفيا الدولية للاستثمارات التعليمية
5. الزرقاء للتعليم والاستثمار
- 6.العربية الدولية للتعليم والاستثمار

متغيرات الدراسة :

تتميز متغيرات الدراسة بأنها كمية تم الاعتماد في قياسها على الأساليب المالية المعروفة ، حيث تم تحديد المتغيرات على النحو التالي :

1.القيمة السوقية للشركة :

تعتبر زيادة أسعار أسهم الشركة في السوق المالي هدفا استراتيجيا للإدارة المالية ، ويؤدي ذلك إلى زيادة ثروة المساهمين ، فكلما زادت القيمة السوقية لسهم الشركة في السوق زادت قيمة الشركة السوقية. وسيتم قياس هذا المتغير التابع في هذه الدراسة من خلال نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركة.

2. هيكل رأس المال :

الهيكل المالي يشمل إضافة لهيكل رأس المال باقي جانب الخصوم والمتمثل في مصادر التمويل قصير الأجل ، لذا فان هيكل رأس المال يساوي المطلوبات طويلة الأجل وحقوق الملكية ، وقد تم قياس هذا المتغير المستقل في الدراسة من خلال احتساب نسبة هيكل رأس المال بقسمة المطلوبات طويلة الأجل إلى مجموع المطلوبات طويلة الأجل وحقوق الملكية .

3.درجة الرفع المالي :

ترتبط المخاطر المالية بقرارات التمويل ، أي باختيار المزيج الذي يشكل هيكلها المالي ، وإذا ما استطاعت الشركة استثمار الأموال المقترضة بعائد يفوق كلفة الاقتراض فإنها تستطيع

زيادة العائد على حقوق الملكية ، وهذا ما يسمى عادة بالمتاجرة على حقوق الملكية وقد تم قياس هذا المتغير المستقل في الدراسة بقسمة الربح قبل الفوائد والضرائب على الربح قبل الفوائد والضرائب مطروحا منها فوائد الديون:

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{الربح قبل ف ض} - \text{ف}}{\text{الربح قبل ف ض}}$$

$$\text{DFL} = \text{EBIT} - (\text{EBIT} - \text{I})$$

4.الربحية :

تعكس ربحية الشركة كفاءة الإدارة في تحقيق الأرباح من أصولها التشغيلية، وبالتالي يستطيع المستثمرون الحكم على كفاءة الإدارة ، وخاصة إذا ما تم قياس ذلك من خلال الأرباح الموزعة إلى الأرباح الصافية .

وقد تم قياس هذا المتغير المستقل في الدراسة من خلال نسبة الأرباح الصافية إلى حقوق الملكية ، والذي يعكس قدرة الإدارة في تحقيق الأرباح. في ضوء متغيرات الدراسة التي تم استعراضها سابقاً ، وللاجابة على التساؤلات التي تم طرحها لمشكلة الدراسة ، يمكن صياغة النموذج على النحو التالي :

$$\text{Market value} = \text{A} + \text{B1 C.S} + \text{B2 DFL} + \text{B3 ROE} + \text{E}$$

منهجية الدراسة وطرق جمع البيانات:

تم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي ، حيث تم دراسة وتحليل القوائم المالية للشركات محل الدراسة لمدة سبع سنوات منذ 2006 حتى 2011 ، وتم إيجاد العلاقة بين المتغيرات التابعة والمستقلة خلال السنوات السبع.

التحليل الإحصائي:

تم استخدام برنامج SPSS للتوصل إلى معادلة الانحدار البسيط، ومعادلة الانحدار المتعدد ، ومعامل الارتباط بيرسون *Pearson Correlation* حيث أن هذه الأساليب تتوافق مع طبيعة البيانات وفرضيات الدراسة.

الدراسات السابقة :

1-دراسة سليمان شلاش وآخرون (2006)²

الدراسة بعنوان *العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال : حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997 - 2001)* هدفت الدراسة إلى التعرف على أهم محددات الهيكل المالي

للشركات الصناعية الأردنية، المدرجة في سوق عمان المالي، وذلك للفترة من عام 1997م إلى 2001م. إضافة إلى تحديد الطاقة الاستيعابية للديون في المنشآت موضوع البحث، ومعرفة قدرتها على اقتراض الأموال من الجهات التمويلية.

وقد تمّ تلخيص العلاقة بين المؤشرات المحاسبية وشكل الهيكل المالي للشركات الصناعية المساهمة في الأردن، باستخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد، حيث شمل نموذج الدراسة أربعة متغيرات مستقلة، وهي نسبة المديونية السابقة للشركة، والسيولة، والربحية ومعدل النمو، بينما تمثل نسبة الرفع المالي المتغير التابع في الهيكل المالي للشركة.

وتوصلت الدراسة إلى أن نسبة الرفع المالي، في الشركات الصناعية الأردنية بمتوسط 36%، وهي نسبة منخفضة مقارنة مع مثيلاتها في دول، مثل الولايات المتحدة، وألمانيا، ودول شرق آسيا، حيث تجاوزت النسبة 80%، إضافة إلى أن هنالك علاقة إحصائية هامة وموجبة، بين الهيكل المالي، ونسبة المديونية السابقة عند مستوى المعنوية 1%، وبينت، أيضاً، وجود علاقة هامة إحصائية وسالبة، بين الهيكل المالي، والربحية، والسيولة، ومعدل النمو عند مستوى المعنوية 1%، وأوصت الدراسة أن تتجه المنشأة التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة وبدرجة عالية على الأرباح المحتجزة، نظراً للخطورة العالية التي تترتب على الاقتراض، وتماشياً مع الظروف الاقتصادية غير المستقرة التي تواجه الأردن.

1- دراسة بسام الاغا (2005)

الدراسة بعنوان اثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على العائد على الاستثمار : دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة العاملة في فلسطين³ .

سعت الدراسة لتقييم للعلاقة بين الرافعة المالية وتكلفة التمويل وتأثيرها على العائد على الاستثمار في الشركات العامة العاملة في فلسطين حيث طبق الباحث الدراسة على 15 شركة وتوصل الى وجود علاقة عكسية بين تكلفة التمويل والعائد على الاستثمار في تلك الشركات كما توصل الى عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين الرافعة المالية والعائد على الاستثمار .

2- دراسة : دسموساك و راتابورن (2004)

بعنوان: "محددات هيكل رأس المال - تطبيق على الإقليم الآسيوي للمحيط الهادي"⁴

"The Determinants Of Capital Structure -evidence from the Asian Pacific region"

هدفت هذه الدراسة إلى فحص المحددات التي تؤثر على استخدام الرافعة المالية في هيكل التمويل ، وأجريت هذه الدراسة في أربع بلدان مختلفة هي : تايلاند ، ماليزيا ، سنغافورة واستراليا ، حيث تم اختيار (294) شركة (669) شركة ، (345) شركة ، (219) شركة من الدول على التوالي وشملت الدراسة الفترة من 1993 إلى 2001 لبيانات هذه الشركات . وتوصلت الدراسة إلى أن هيكل رأس المال يتأثر بالظروف البيئية التي تعمل بها المؤسسات) مثل نشاط سوق الأسهم المالية ، معدل حقوق الدائنين وحقوق الملكية) كما كان للأزمة المالية التي عصفت بشرق آسيا عام 1997 تأثير واضح على الشركات العاملة هناك وعلى دور العوامل الداخلية الخاصة بالشركة مثل (حجم الشركة ، والسيولة ، فرص النمو) حيث تغير تأثير هذه العوامل بعد 1997 عنه قبل الأزمة. كذلك فقد توصلت إليها الدراسة إلى أن هناك تأثيراً إيجابياً لكل من الرافعة المالية، فرص النمو والسيولة على حجم المنشآت.

3- دراسة منير عباد 2003

الدراسة بعنوان : اثر هيكل راس المال على ربحية وقيمة الشركة " دراسة تطبيقية على

الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للاوراق المالية"⁵

هدفت الدراسة الى بيان كيفية اتخاذ قرارات التمويل المتعلقة بهيكل راس المال واثر ذلك برفع قيمتها السوقية او بزيادة ربحيتها ولتحقيق اهداف الدراسة اختبر الباحث بالطرق الاحصائية العلاقة بين ربحية الشركة وهيكل راسمالها وتوصل الى وجود علاقة عكسية ذات دلالة احصائية في هذا المجال

اما افرضية الثانية التي اختبرها فكانت حول قيمة الشركة وهيكل راسمالها وتوصل الباحث الى وجود علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين المتغيرين.

4-دراسة : أفازيان و قي (2003)

بعنوان: "تأثير الرافعة المالية على قرارات الاستثمار - النموذج الكندي"⁶

"The impact of leverage on firm investment -Canadian evidence"

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الرافعة المالية على قرارات الاستثمار. وأجريت على (863) شركة كندية وغطت الفترة من 1982 حتى 1999 لهذه الشركات معتمدة سجل الغرفة التجارية الكندي بالإضافة إلى نموذج *Alternative empirical Models* للعام 1999. واستخدمت هذه الدراسة نموذج لمعالجة العلاقة بين الرافعة والاستثمار. وتجدر الإشارة أن الدراسة اعتمدت على بديلين لقياس الرافعة المالية:

الأول: هو القيمة الدفترية لمجموع الخصوم مقسوماً على القيمة الدفترية لمجموع الأصول.

أما المقياس الثاني : القيمة الدفترية للديون طويلة الأجل مقسوماً على مجموع الأصول.

وأظهرت نتائج الدراسة أن هناك تأثير سلبي للرافعة المالية على معدل العائد على الاستثمار، وهي أكثر سلبية للشركات ذات فرص النمو المنخفض مقارنة بالشركات ذات فرص النمو العالية.

5- دراسة ثروة الاغبري (2002)

الدراسة بعنوان أثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات الصناعات الغذائية اليمينية⁷ هدفت الباحثة الى اختبار درجة تأثير الرافعة المالية على المتغيرات التابعة كل على حدة و عرض النتائج الخاصة بأثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات الصناعات الغذائية اليمينية من خلال متغيري قيمة المنشأة والسيولة قصيرة .

اجرت الباحثة دراستها على عينة طبقية تشمل فقط الشركات المصنفة على أساس أنها شركات ذات حجم كبير وعددها ضمن البحث (20) شركة عاملة في قطاع الغذائي الصناعي الخاص ونظراً لصعوبة حصول الباحث على بيانات بعض هذه الشركات بشكل نهائي أو لان بعض تلك الشركات غير مفترض على الإطلاق , لذلك فان نوع العينة المستخدمة بشكلها الأخير : عينة طبقية / تحكيمية / ميسرة وعددها 10 شركات عاملة في هذا القطاع .

وقد توصل الباحث الى وجود تأثير جوهري للرافعة المالية على قيمة المنشأة ووجود تأثير جوهري للرافعة المالية على قيمة المنشأة على مستوى جميع الشركات.

6- دراسة: بترو وجون (2001)

الدراسة بعنوان: "الرافعة وفرص النمو"⁸ " " *The Leverage And Growth Opportunity* وتظهر هذه الدراسة أثر فرص النمو على تكاليف الديون والمخاطر مما سيؤدي إلى إيجاد

تكلفة دين جديدة وإن استغلال فرص النمو سوف يؤدي إلى التغلب على مشكلة الاستثمار غير الكامل.

كما أشارت هذه الدراسة أن الديون ذات المخاطر العالية قد لا تشجع على الاستثمار، حيث ثبت أن العلاقة كانت في بعض الشركات علاقة عكسية، بمعنى أن الشركات تجنبت المخاطرة العالية رغم احتمال العوائد المرتفعة. كما قدمت هذه الدراسة نموذجاً يوضح كيفية الاختيار بين خيارَي تحمل المخاطرة أو تجنب المخاطرة.

دراسة الحسني (1994) الدراسة بعنوان " أثر الرافعة المالية كلفة التمويل على قرارات الاستثمار"⁹ وقد هدفت الدراسة الى ايجاد العلاقة بين النمو والهيكل المالي خاصة فيما يتعلق بالاموال المقترضة والممتلكة من خلال اختبار فرضية رئيسية تقترض وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغيرين .

اجريت الدراسة على 10 شركات صناعية عراقية وتوصلت الى وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين الهيكل المالي والنمو .

ثانياً: مفاهيم أساسية في تمويل الشركات

الهيكل المالي : Financial Structure :

ينضمن الهيكل المالي جميع البنود التي تتكون منها المطلوبات وحقوق الملكية ، أما المطلوبات فتشمل المطلوبات قصيرة الأجل والمطلوبات طويلة الأجل ، أي بمعنى آخر مصادر الأموال التي حصلت عليها الشركة لتمويل استثماراتها¹⁰ سواء كانت قصيرة الأجل أو طويلة الأجل .

ولا بد من التفريق بين مفهوم الهيكل المالي وهيكل رأس المال ، حيث يعني الأخير مصادر التمويل طويلة الأجل (المطلوبات طويلة الأجل + حقوق الملكية) ، بينما الهيكل المالي (هيكل التمويل) فيشمل (المطلوبات قصيرة وطويلة الأجل + حقوق الملكية) .

إن لطبيعة الهيكل المالي للشركة أهمية كبيرة في القرارات الاستثمارية والتمويلية ، وذلك لتأثيره على الربحية وكذلك درجة المخاطرة التي تتعرض لها الشركة بسبب اعتمادها على المديونية والتوسع فيها .

وتؤثر قرارات الهيكل المالي على المخاطرة المالية للشركة والتي تقاس بالرفع المالي وهي نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة .

الرفع المالي : *Financial Leverage* :

ترتبط المخاطر المالية بقرارات التمويل ، أي ترتبط باختيار الشركة للمزيج الذي يكون هيكلها المالي ، وينتج عن الرفع المالي ارتفاع في درجة المخاطرة التي يتعرض لها المساهمون ، لذلك زيادة احتمال عدم قدرتها على خدمة الدين ، لذلك تحاول السياسة المالية الموائمة بين أثر الاقتراض والعائد على الملكية وكذلك درجة المخاطرة التي يتعرض لها المساهمون .
ومن هنا يمكن القول بأن الموائمة بين المديونية وحقوق الملكية وصولاً إلى المزيج الأمثل للهيكل المالي يؤدي إلى تقليل كلفة الأموال .

قرارات التمويل *Financing decisions* :

تعمل كل شركة على تحديد معالم الهيكل المالي المستهدف لها ، من حيث العناصر المكونة له ونسبة كل عنصر فيه ، ومن خلال ذلك تعمل على تحقيق الهدف الاستراتيجي لها والمتمثل في زيادة أو تعظيم قيمة الشركة ، ويقضي ذلك أن يكون هناك توازن بين العائد المتوقع الذي يسفر عن الهيكل المالي والمخاطر التي يتعرض لها هذا العائد . وفي ظل الافتراضات المثالية التي فرضها موديجلياني وميلر للأسواق المالية فإن هيكل التمويل لا يؤثر على كلفة رأس المال وبالتالي فإن قيمة الشركة تبقى ثابتة ولا تتأثر بهيكل التمويل .

إلا أنه ولما تتمتع به الديون من ميزة ضريبية باعتبار أن فوائدها معفاة من الضريبة فإن وجود الديون في هيكلها التمويلي تقلل من كلفة رأس المال ، مما يؤدي إلى زيادة الربحية ، وبالتالي زيادة العائد على حق الملكية مما ينعكس إيجابياً على زيادة قيمة الشركة :

$ROE = Operating ROA + \{operating ROA - Effective interest rate after tax\} \times (net financial leverage)$.

مصادر تمويل الشركات :

1. التمويل قصير الأجل :

تحتاج الشركة إلى تمويل قصير الأجل لتمويل استثماراتها في رأس المال العامل ، الذي لا بد منه لاستمرارية الإنتاج والبيع ، ويعرف التمويل قصير الأجل بأنه التزامات الدين التي تستحق في فترة زمنية أقل من سنة ، ويقسم إلى :

- الإئتمان التجاري وهو التمويل قصير الأجل الذي تحصل عليه الشركة من الدائنين ، ويتمثل بالمشتريات الآجلة ، وقد يكون هذا الإئتمان بدون كلفة (مجاني) أو بكلفة .
- الإئتمان المصرفي وكلفته تساوي الفوائد المدفوعة للبنوك التجارية .

• المستحقات وهي المتأخرات من الأجور أو الضرائب ... الخ ، حيث تستطيع الشركة الاستفادة من أموال هذه الحسابات في تمويل استثماراتها قصيرة الأجل¹¹ .

2. التمويل متوسط الأجل :

وهو مصدر تمويل الجزء الدائم من الاستثمارات في رأس المال العامل والتمويل الإضافي للموجودات الثابتة ، ويشمل قروض المدة (3-7 سنوات) وقروض الآلات والتجهيزات .

3. التمويل طويل الأجل :

وهو الجزء المكمل للهيكل المالي ، ويشمل أموال الملكية (الأسهم والأرباح المحتجزة والإحتياطيات) والاقتراض طويل الأجل (القروض طويلة الأجل + السندات) .

مزايا وعيوب المديونية كمصدر للتمويل¹² :

تحقق المديونية كمصدر للتمويل المزايا التالية:

1. التمويل بالمديونية اقل كلفة من التمويل بالأسهم بسبب الوفر الضريبي .
2. كلفة الاقتراض ثابتة ، كما أن كلفة التعاقد على القروض وإصدار السندات اقل من كلفة إصدار الأسهم .
3. ليس للمقرضين حق التصويت في الهيئة العامة للمساهمين .
4. الاقتراض قد يعيق من مرونة الشركة وخاصة إذا كان الاقتراض عن طريق السندات لكثرة التعهدات (Covenants) .

في حين يعاب على التمويل بهذا الأسلوب ما يلي :

1. الفشل في سداد الفوائد أو اصل الدين قد يؤدي بالشركة إلى الإفلاس .
2. الاقتراض يزيد من المخاطر المالية للشركة .
3. تشكل المديونية أعباء مالية على الشركة لان لها تاريخ استحقاق .
4. تسمح بعض القروض بفرض قيود على المنشأة وخاصة في عملية إصدار السندات .
5. قد تجد بعض الشركات صعوبة في الحصول على قروض طويلة الأجل لصعوبة الحصول على تلك القروض .

الربحية Profitability :

تعتمد قيمة الشركة على قوتها الإيرادية المتمثلة في قدرتها على تحقيق الأرباح من مبيعاتها (هامش الربح الصافي) ، وكذلك قدرتها في استثمار أصولها لزيادة المبيعات (دوران الأصول) ، وكلما استطاعت الشركة تخفيض تكاليفها ، سواء كانت تكلفة المبيعات أو المصاريف الإدارية والعمومية ، فإنها ستساهم في زيادة ربحيتها .

وتستطيع الشركة ذات الربحية العالية من الموجودات احتجاز جزء أكبر من أرباحها السنوية الصافية لتمويل احتياجاتها وبالتالي يقل اعتمادها على المديونية ، إلا أن بفضل خصم مصاريف فوائد الديون (حسب نظرية المبادلة لموديجلياني وميلر)¹³ فإن قيمة الشركة ترتفع بزيادة نسبة المديونية ، كما أن هذه القيمة سوف تتعاضد بالاعتماد على المديونية في ظل الافتراضات التالية :

- عدم وجود كلف وساطة في بيع وشراء الأوراق المالية .
- عدم وجود ضرائب على الدخل الفردي .
- إمكانية الاقتراض بسعر فائدة واحد سواء للأفراد أو الشركات .
- تتوفر للمساهمين وإدارة الشركة نفس المعلومات المتوفرة عن فرص الإستثمار المستقبلية.

ولذلك فإن ربحية الشركة تعتبر مؤشر لكفاءة الإدارة ، وبالتالي زيادة الإقبال على أسهمها في السوق المالي من قبل المستثمرين ، مما يؤدي إلى زيادة قيمتها السوقية ، ولهذا تم اختيار العائد على حق الملكية (ROE) كمؤشر لربحية الشركة في هذه الدراسة .

ثالثاً: التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات

تم الاعتماد على البيانات المنشورة في موقع بورصة عمان في عملية التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات حيث تحتوي هذه البيانات على ملخص الوضع المالي لشركات التعليم والاستثمار منذ العام 2006 وحتى العام 2011¹⁴.

وقد تم احتساب متغيرات الدراسة الرئيسية المشار إليها لجميع شركات التعليم والاستثمار خلال الفترة من عام 2006 إلى عام 2011 فكانت كما يلي¹⁵ :

جدول رقم (1): قيمة متغيرات الدراسة

السنة	درجة الرفع المالي	هيكل رأس المال	العائد إلى حق الملكية	قيمة الشركة
2006	1.11	3.98%	5.93%	2.41
2007	1.1	6.30%	10.75%	2.64
2008	1.11	5.19%	10.49%	2.53
2009	1.07	4.69%	11.91%	2.15
2010	1.05	3.45%	17.10%	2.01
2011	1.04	2.21%	17.26%	1.86

أ. المقاييس الإحصائية الوصفية :

من خلال الاطلاع على المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة كانت اهم النتائج كما يلي : جدول رقم (2)

المتغير	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري
القيمة السوقية	2.27	0.31
درجة الرافعة المالية	1.08	0.03
هيكل رأس المال	0.04	0.01
العائد إلى حق الملكية	0.12	0.04

// معامل ارتباط بيرسون:

من خلال الاطلاع على الجدول رقم (3) والذي يبيّن الارتباط بين متغيرات الدراسة يتبين لنا ما يلي: جدول رقم (3): الارتباط بين المتغيرات

	المتغير	المتغير	المتغير	المتغير	المتغير
درجة الرافعة المالية	معامل ارتباط بيرسون	1	.745	العائد إلى حق الملكية	العائد إلى حق الملكية
	Sig. (2-tailed)	.	.089	هيكل رأس المال	هيكل رأس المال
	N	6	6	الرافعة المالية	الرافعة المالية
هيكل رأس المال	معامل ارتباط بيرسون	.745	.089	هيكل رأس المال	هيكل رأس المال
	Sig. (2-tailed)	.	.089	الرافعة المالية	الرافعة المالية
	N	6	6	العائد إلى حق الملكية	العائد إلى حق الملكية
العائد إلى حق الملكية	معامل ارتباط بيرسون	-.924	-.611	الرافعة المالية	الرافعة المالية
	Sig. (2-tailed)	.008	.198	هيكل رأس المال	هيكل رأس المال
	N	6	6	الرافعة المالية	الرافعة المالية
قيمة الشركة	معامل ارتباط بيرسون	.939	.866(*)	العائد إلى حق الملكية	العائد إلى حق الملكية
	Sig. (2-tailed)	.005	.026	هيكل رأس المال	هيكل رأس المال
	N	6	6	الرافعة المالية	الرافعة المالية

يتبين من خلال الجدول ما يلي :

1. وجود علاقة طردية قوية ذات دلالة إحصائية بين درجة الرفاعة المالية لشركات التعليم والاستثمار الأردنية والقيمة السوقية لها حيث بلغت درجة الارتباط 0.94 تقريبا عند مستوى معنوية 0.01 مما يعني إمكانية الاعتماد على هذه النتيجة.
2. وجود علاقة طردية بدرجة جيدة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال في شركات التعليم والاستثمار الأردنية والقيمة السوقية لها حيث بلغت درجة الارتباط 0.75 تقريبا عند مستوى معنوية 0.05 مما يعني إمكانية الاعتماد على هذه النتيجة أيضا.
3. وجود علاقة عكسية شبه قوية الا انها ذات دلالة احصائية عند مستوى ثقة 0.07 بين درجة العائد الى حق الملكية في شركات التعليم والاستثمار الأردنية والقيمة السوقية لها حيث بلغت درجة الارتباط - 0.78 تقريبا عند مستوى معنوية 0.1 وهذا يمكن تفسيره بسبب طريقة التعبير عن القيمة السوقية للشركة.

/// تحليل الانحدار البسيط :

لاختبار الفرضيات التي تم صياغتها سابقاً، وتحديد اثر كل متغير من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع (قيمة الشركة)، فقد تم استخدام الانحدار البسيط (Simple Regression) ، حيث كانت النتائج كما في الجدول التالي :

المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة

إسم المتغير	رمز المتغير	A	B	R square	Sig.
درجة الرفاعة المالية	DFL	-7.813	0.939	0.88	.005
هيكل رأس المال	C.S	1.512	0.866	0.75	.026
العائد على حق الملكية	ROE	2.947	-0.774	0.598	.071

(1) إختبار الفرضية الأولى:

نلاحظ من الجداول وجود علاقة طردية بين درجة الرفع المالي وقيمة سهم الشركة، حيث بلغ معامل التحديد (0.88) وبيننا 0.939، وهذا يعني أن (88%) من التغير في قيمة سهم الشركة يمكن تفسيره من خلال التغير في درجة الرفع المالي .
وبما أن (Sig) (0.005) أقل من (5%) فإننا نقبل الفرضية البديلة ونرفض الفرضية العدمية، أي أن درجة الرفع المالي لها أثر على قيمة سهم شركات التعليم والاستثمار في الاردن.

وعليه يمكن كتابة العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة الشركة على النحو التالي:

$$\text{Market Value} = -7.813 + 0.939 \text{ DFL} .$$

أي أن زيادة الرفع المالي بمقدار وحدة واحدة سيؤدي إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار 0.939 وحدة.

(2) إختبار الفرضية الثانية:

نلاحظ من الجداول وجود علاقة طردية بين هيكل رأس المال وقيمة سهم الشركة، حيث بلغ معامل التحديد (0.75) وبيننا 0.886، وهذا يعني أن (75%) من التغير في قيمة سهم شركات التعليم والاستثمار الاردنية يمكن تفسيره من خلال التغير في هيكل راسمالها . وبما أن (Sig) أقل من (5%) فإننا نقبل الفرضية البديلة ونرفض الفرضية العدمية، أي أن هيكل رأس المال له أثر على قيمة سهم شركات التعليم والاستثمار في الاردن. وعليه يمكن كتابة العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة على النحو التالي:

$$\text{Market Value} = 1.512 + 0.886 \text{ C.S}$$

(3) إختبار الفرضية الثالثة:

نلاحظ من الجداول وجود علاقة عكسية بين العائد على حق الملكية وقيمة سهم الشركة، حيث بلغ معامل التحديد (0.598) وبيننا -0.774، وهذا يعني أن (60%) من التغير في قيمة سهم شركات التعليم والاستثمار الاردنية يمكن تفسيره من خلال التغير في العائد على حقوق مالكيها .

وبما أن (Sig) أكبر من (5%) حيث بلغت 0.071 فإننا نرفض الفرضية البديلة ونقبل الفرضية العدمية، أي أن العائد على حق الملكية ليس له أثر على قيمة سهم شركات التعليم والاستثمار في الاردن.

وعليه لا يمكننا التعبير عن العلاقة بين العائد على حق الملكية وقيمة الشركة على النحو السابق.

17. تحليل الانحدار المتعدد :

باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد، للوقوف على اثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع،

كان النموذج العام على النحو التالي: $\text{Market value} = A + B1 \text{ C.S} + B2 \text{ DFL} + B3 \text{ ROE} + E$

Sig.	R square	B	A	رمز المتغير	إسم المتغير
0.082	0.976	1.175	-11.023	DFL	درجة الرفع المالية
0.238		0.289		C.S	هيكل رأس المال
0.247		0.488		ROE	العائد على حق الملكية

$$\text{Market Value} = -11.023 + 0.289 C.S + 1.175 DFL + 0.488 ROE$$

يُشير الجدول أعلاه أنّ تأثير المتغيّرات المستقلّة مجتمعة في قيمة الشركة غير معنوي عند مستوى ثقة يزيد على (95%)، ولا يمكن إعتدال نموذج الانحدار المتعدد في هذه الحالة لان العلاقة غير خطية رغم وجودها.

النتائج والتوصيات

توصلت الدراسة الى عدد من النتائج تمثلت في :

1. تمكنت شركات التعليم والاستثمار في الاردن من زيادة قيمتها السوقية بشكل ملفت خلال السنوات التي غطتها هذه الدراسة .
2. تآثرت قيمة شركات التعليم والاستثمار في الاردن باستخدام هذه الشركات للرفع المالي اضافة الى اسلوب الاعتماد على هيكل راس المال .
3. لا يؤثر مستوى العائد الذي حققه المساهمون على استثمار اموالهم في شركات التعليم والاستثمار الاردنية في القيمة السوقية لهذه الشركات .
4. يمكن الاستعانة بدرجة الرفع المالي وهيكل راس المال للتنبؤ بالقيمة السوقية لشركات التعليم والاستثمار الاردنية .

ويمكننا الاعتماد على النتائج التي تمّ استعراضها سابقاً للتوصية بما يلي:

1. يجب على ادارة شركات التعليم والاستثمار الاردنية ايلاء مسالة ادارة هيكل راس المال ودرجة الرفع المالي اهمية خاصة بالشكل الذي يؤدي الى الاستمرار في زيادة قيمتها السوقية .
2. استخدام المستثمرين وشركات الوساطة المالية لهيكل راس المال ودرجة الرفع المالي في شركات التعليم والاستثمار الاردنية في عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بالاستثمار في اسهم هذه الشركات.
3. اجراء دراسات اخرى للتعرف على عوامل جديدة تؤثر في قيمة الشركات السوقية لاستخدامها في التنبؤ بقيم الاسهم السوقية لهذه الشركات.

الهوامش والاحالات

¹ زهير الناظور ، تصكيك منافع التعليم الجامعي ، رسالة دكتوراة ، جامعة العلوم الإسلامية العالمية 2015
² سليمان شلاش واخرون ، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الاعمال : حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الاردنية المدرجة في سوق عمان المالي (1997-2001) ، مجلة المنارة ، المجلد 14 ، العدد 1 ، 2008 ،

- ³ بسام الاغا ، اثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على العائد على الاستثمار : دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة العاملة في فلسطين ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة اليرموك ، الاردن 2005.
- ⁴ Desomsak & Rataporn, "The Determinants Of Capital Structure" **Journal of Development Economics**, 2005 No. 76 P: 499-524 (*Electronic Copy*)
- ⁵ منير عباد ، اثر هيكل رأس المال على ربحية وقيمة الشركة " دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للاوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة اليرموك ، الاردن 2003 .
- ⁶ Aivazian A. Varouj, Ge Ying, Qiu Jiaping, " The impact of leverage on firm investment:Canadian evidence, **Journal Corporate Finance** ,June 2003 P:114-132 (*Electronic Copy*)
- ⁷ ثروة محمد الأغبري " أثر الرافعة المالية على الأداء لشركات الصناعات الغذائية اليمنية " ، رسالة ماجستير ، جامعة صنعاء، صنعاء2002 :
- ⁸ Bitro And John "The Leverage And Growth Opportunity"" , **Journal of Accounting Education**, No.17 ,2001, P:111-122 (*Electronic Copy*)
- ⁹ الحسني، بشري أحمد " أثر الرافعة المالية لكلفة التمويل على قرارات الاستثمار ، رسالة ماجستير ، الجامعة المستنصرية، بغداد: 1994
- ¹⁰ Brigham & Houston , 2000, **Financial Manangement**, U.S.A : Harcour College Puplicher.
- ¹¹ Myers, Stewart C. & Brealy, Richard, 2003 , **Principles of Corporate Finance**, New Delhi: Tata Mc Graw-Hill Pupliching Company Lim & Ross, Stephen ,2000, **Fundamentals of Corporate Finance**, U.S.A : Mc Graw- Hill Higher Education. Same ref. ¹²
- ¹³ انظر محمد الميداني ، الادارة التمويلية في الشركات المساهمة ، الرياضة ط1 ، 1989 ، ص 624 – 630 .
- و Weston , J,F, & Brigham,E, 1987 , **Essential of Managerial Finance**, Illinios: Dryden press.
- ¹⁴ انظر الملحق في هذا البحث
- ¹⁵ انظر الملحق الاحصائي في نهاية البحث