



عمادة الدراسات العليا

جامعة القدس

أثر المرونة المالية على قيمة الشركة

(دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين والأردن)

The Impact of Financial Flexibility on Company Value

(An Applied Study on Companies Listed in Palestine And Jordan Exchange)

دعاء عيسى حسن شواهين

رسالة ماجستير

القدس - فلسطين

1445هـ / 2024م

أثر المرونة المالية على قيمة الشركة
(دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين والأردن)

إعداد:

دعاء عيسى حسن شواهين

بكالوريوس محاسبة من جامعة القدس المفتوحة (فلسطين)

المشرف: الدكتور فراس بركات

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات درجة الماجستير في المحاسبة والضرائب من كلية الأعمال والاقتصاد / عمادة الدراسات العليا / جامعة القدس

1445هـ / 2024م



جامعة القدس

عمادة الدراسات العليا

ماجستير المحاسبة والضرائب

إجازة الرسالة

أثر المرونة المالية على قيمة الشركة

(دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين والأردن)

اسم الطالب: دعاء عيسى حسن شواهين

الرقم الجامعي: ٢٢١١١٦٥٦

المشرف: الدكتور فراس بركات

نوقشت هذه الرسالة واجيزت بتاريخ: ٢٠٢٤/٠١/٠٣ من اعضاء لجنة المناقشة المدرجة اسماؤهم وتوقيعهم:

- ١- رئيس لجنة المناقشة: د. فراس بركات. التوقيع:
- ٢- ممتحناً داخلياً: د. أكرم رجال. التوقيع:
- ٣- ممتحناً خارجياً: د. عبد الفتاح السرطاوي. التوقيع:

القدس - فلسطين

١٤٤٦هـ / ٢٠٢٤م

إهداء

تم بعون الله تعالى وبتوفيق من العلي القدير إنجاز هذا البحث المتواضع
ولا يسعني إلا أن أتقدم بالإهداء
إلى الذي شجعني وعلمني كيف أقف بكل ثبات فوق الأرض
والذي المبجل حفظه الله ورعاه
إلى والدتيإجلالاً وحناناً من كانت دعواتها وكلماتها رفيقاً في كل خطوة
إلى رفيق دربي وصديق الأيام جميعاً بحلوها ومرّها
زوجي الغالي
إلى إخوتي وأخواتيعضداً واعتزازاً
إلى رمز الحب وبلسم الشفاء وملاكي في الحياة
صديقتي وزميلتي سوزان
إلى قدوتي وسندي وثقتي وكل حبي والحياة
أنا
إلى كل الزملاء والزميلات في بلدية تجمع خلة المية
إلى كل من علمني حرفاً ... إلى كل من ساندني ولو بابتسامة
إليهم جميعاً أهدي هذه الرسالة

دعاء عيسى حسن شواهين

إقرار:

أقر أنا معد الرسالة بأنها قدمت لجامعة القدس، لنيل درجة الماجستير، وأنها نتيجة أبحاثي الخاصة، باستثناء ما تم الإشارة له حيثما ورد، وإن هذه الدراسة، أو أي جزء منها، لم يقدم لنيل درجة عليا لأي جامعة أو معهد آخر.

التوقيع: 

دعاء عيسى حسن شواهين

التاريخ: 2024/01/03

الشكر والتقدير

في نهاية عملي المتواضع أحمد الله العظيم وأشكره كثيراً أن وفقني إلى إنجاز هذه البحث وأتقدم بجزيل شكري وعظيم امتناني إلى أساتذتي في جامعة القدس الذين سهلوا لي مهمة الحصول على العلم، وأخص بالذكر الدكتور فراس بركات الذي كان له فضل الإشراف على هذه الرسالة فكان نعم المرشد والموجه، ولا يفوتني في هذا المقام أن أسجل كلمة شكر وعرفان إلى أعضاء لجنة المناقشة لقبولهم مناقشة هذه الرسالة، وتحملهم عناء القراءة والتدقيق للإرتقاء بهذا البحث .

أثر المرونة المالية على قيمة الشركة

(دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين والأردن)

المخلص:

سعت الدراسة إلى التعرف على أثر المرونة الماليه على قيمة الشركات المدرجة في البورصة الأردنية والفلسطينية خلال الفترة (2018-2022)، حيث طبقت الدراسة على تلك الشركات والبالغ عددها (81) شركة تتبع الى القطاع الخدماتي والصناعي وفقا لسجلات السوق المالي الأردني والفلسطيني بواقع (59) و(22) شركة في بورصة الأردن وفلسطين على التوالي، كما تم اختيار العينة الطبقية (Stratified Sample) ليكون التوزيع النهائي لعينة الدراسة (49) و(18) شركة تتبع الى البورصة الاردنية والفلسطينية على التوالي.

واشتملت الدراسة في متغيراتها على المرونة الماليه والمتمثلة في: نسبة الاحتفاظ بالنقدية، ونسبة الرافعه الماليه، ونسبة توزيع الأرباح، ونسبة التدفقات النقدية كمتغيرات تابعة، وقيمة الشركة كمتغير تابع، أما المتغيرات الضابطة فتمثلت بقطاع العمل ومكان الشركة. وتم تحليل فرضيات الدراسة للبيانات الماليه ل(67) شركة مساهمة عامة للفترة المقدرة بخمسة سنوات (2018-2022)، كما واعتمدت الدراسة نماذج

تحليل الانحدار الخطية الساكنة كأسلوب إحصائي. وتوصلت الدراسة في نتائجها الى وجود أثر إيجابي لكل من الاحتفاظ بالنقدية، والرافعه الماليه وتوزيعات الأرباح على قيمة كل من الشركات المدرجة في البورصة الاردنية والفلسطينية، في حين أنه لم يكن هناك أثر للتدفقات النقدية على قيمة الشركات المذكورة. كما وتبين وجود أثر إيجابي لكل من الاحتفاظ بالنقدية وتوزيعات الأرباح والرافعه الماليه على قيمة الشركات الأردنية المدرجة، في حين أنه لم يكن هناك أثر للتدفقات النقدية على قيمة تلك الشركات. كذلك تبين وجود أثر إيجابي لكل من الاحتفاظ بالنقدية والرافعه الماليه على قيمة الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، في حين أنه لم يكن هناك أثر لتوزيعات الأرباح وللتدفقات النقدية على قيمة الشركات الفلسطينية المدرجة. واستناداً الى ما توصلت اليه الدراسة من النتائج، أوصت الدراسة كل من الشركات الأردنية والفلسطينية على ضرورة خلق إدارة تمتع بكفاءة عالية في شؤون المحافظة على النقد عند المستويات المثلى، لما لذلك من أثر واضح على قيمة الشركة.

الكلمات المفتاحية: المرونه الماليه، قيمة الشركة، نسبة الإحتفاظ بالنقدية، نسبة الرافعه الماليه، نسبة توزيع الأرباح، نسبة التدفقات النقدية.

The Impact of Financial Flexibility on Company Value

(An Applied Study on Companies Listed in Palestine And Jordan Exchange)

Prepared by: Duaa Issa Hasan Shawaheen

Supervisor: Dr. Firas Barakat.

Abstract

The study aimed to identify the impact of financial flexibility on the value of companies listed on the Jordanian and Palestinian stock exchanges during the period (2018-2022). The study was applied to those companies, which numbered (81) companies affiliated with the service and industrial sectors according to the records of the Jordanian and Palestinian financial markets, with a rate of (59) and (22) companies in the Jordanian and Palestine Stock Exchanges, respectively. The stratified sample was chosen so that the final distribution of the study sample was (49) and (18) companies affiliated with the Jordanian and Palestinian Stock Exchanges, respectively.

The study included financial flexibility in its variables, which are: the cash holding ratio, the financial leverage ratio, the dividend distribution ratio, and the cash flow ratio as independent variables, and the value of the company as a dependent variable. While the control variables were the business sector and the location of the company. The study hypotheses were analyzed for the financial statements of (67) public companies for the estimated period of five years (2018-2022), and the study also adopted static linear regression analysis models as a statistical method. In its results, the study found a positive effect of cash holding, financial leverage and dividends on the value of each of the companies listed on the Jordanian and Palestinian stock exchanges, while there was no effect of cash flows on the value of the mentioned companies. It was also found that there was a positive effect of cash holding, dividends, and financial leverage on the value of listed Jordanian companies, while there was no effect of cash flows on the value of those companies. It was also found that there was a positive effect of both cash

holding and financial leverage on the value of companies listed on the Palestine Stock Exchange, while there was no effect of dividends and cash flows on the value of listed Palestinian companies. Based on the findings of the study, the study recommended to both Jordanian and Palestinian companies the necessity of creating a management that has high efficiency in maintaining cash at optimal levels, because of this having a clear impact on the company's value.

Keywords: Financial Flexibility, Company Value, Cash Holding Ratio, Financial Leverage Ratio, Dividend Distribution Ratio, Cash Flow Ratio.

قائمة المصطلحات

المُصطلح	تَعْرِيفه
المرونة المالية	قدرة الشركة على تجنب الضائقة المالية المحتملة والصدمات الاقتصادية، والحفاظ على مستوى معين من المرونة لتوظيف الأموال في مشروع يكون مربحية أعلى ومخاطرة أقل، وبالتالي اعتماد استراتيجية استثمار أفضل لأداء الشركة وتحقيق أهدافها (منصور وآخرون، 2022).
قيمة الشركة	وتُعبّر عن تطور سعر السهم، فارتفاع سعر السهم يدل على زيادة قيمة الشركة وبالتالي زيادة ثقة المستثمرين في الشركة؛ فقيمة الشركة في الواقع هي سعر السهم في السوق المالي (جرادات، 2021).
نسبة الإحتفاظ بالنقدية	وهي عملية الإحتفاظ بالنقد وما في حكمه لفترات محددة، فهي مجموع النقد والنقد المعادل والاستثمارات قصيرة الأجل مقسومًا على إجمالي الأصول (Chang and Yang, 2022).
نسبة الرافعه الماليه	تعرف الرافعه الماليه على انها النسبة بين مجموع الديون ومجموع الموجودات أو القيمة الإجمالية للمؤسسة (حقي، 2018).
نسبة توزيع الأرباح	ترمز الى عملية توزيعات الأرباح فهي الأسلوب الذي تتبعه الشركة في إدارة أرباحها، (عبد الله و بوبكر، 2022).
نسبة التدفقات النقدية	تعرف قائمة التدفقات النقدية بالتدفقات الخارجة والداخله من وإلى الشركة، كما تبين طريقة الحصول على النقد وأوجه صرفها والتي تقاس بشكل نقدي وكمي، وتدخل تلك العمليات

ضمن إطار علوم المحاسبة والتي يقوم عليها بشكل اساسي (جريوي، 2013).	
---	--

الفصل الأول

الإطار العام للبحث

1.1 مقدمة

حظيت المرونة المالية باهتمام متزايد من قبل العديد من المؤلفين والباحثين، وأظهرت نتائج الأدبيات المعاصرة المنتجة أن المرونة المالية تؤثر على التجريب، على الرغم من نقص الأدبيات المعاصرة، ويمكن إرجاع جذورها إلى البحث الكلاسيكي في مجال التمويل، ويلعب الاحتفاظ باحتياطي كبير من قدرة الاقتراض، دوراً مهماً في تمكين المنظمة من النظر في الاستثمارات المستقبلية، حيث يمكن للمنظمات التي تتمتع بالمرونة المالية تجنب الصعوبات المالية وزيادة رأس المال بسهولة في مواجهة الصدمات السلبية.

لذا نجد أن تعزيز إدارة المخاطر ومتابعة الاستثمار هما فرصتان لمحركين رئيسيين للمرونة المالية، الاستجابة الفعالة للصدمات المالية غير المتوقعة للتدفقات النقدية والاستثمار، حيث تعكس قدرات المنظمة، ويرى المديرون الماليون أن المرونة المالية هي المحور الرئيسي، وهي أحد محددات قرارات تمويل المنظمة في تمكين المنظمة من الاستثمار في المستقبل، وأن المرونة المالية تتمثل في قدرة المنظمة على التعامل مع الأعباء المالية، الأنشطة التفاعلية لزيادة قيمة المنظمة، كما وتشير المرونة المالية النظرية كمفهوم إلى قدرة الكيان على تغيير المعدلات والأوقات مقابل التدفق النقدي بناءً على المشاركة الفعالة للكيان، وأن المنظمات

التي تستفيد من الفرص غير المتوقعة للاستثمار، تتطلب كل مرحلة من مراحل حياة منظمة الأعمال مرونة مالية، وأنها مقياس للقدرة على الاستجابة للتهديدات، وتوفير الموارد المالية، والاستثمار في الفرص التي تزيد من قيمة مؤسسة الأعمال، وتحسين وضعها التنافسي، ورأس المال الخارجي من خلال مصادر التمويل الخارجية الممولة بالديون أو الأسهم، كما أن المنظمة التي تتميز أعمالها وعملياتها بالمرونة المالية، لديها مصدر تمويل كبير ولديها تدفقات (ابراهيم وعبد الستار، 2019).

2.1 مشكلة الدراسة

تواجه العديد من الشركات صعوبات مختلفة في عملية التخطيط لهيكلها المالي ويعود ذلك لأسباب عدة تتمثل في مشاكل التمويل، وأن للمرونة المالية دور حيوي في تفسير وحل هذه المشاكل من خلال التحكم بالموجودات النقدية والمديونية والتدفقات النقدية للشركات، كونها تساهم بشكل كبير في تغيير مستوى القيمة السوقية للشركة وتعظيم ثروة ملاكها.

وتتأثر المرونة المالية بشكل ايجابي بفرص النمو لمؤسسات الأعمال، حيث أن هذه الفرص تؤدي بزيادة قيمة الشركات والتي ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالتغيرات غير المتوقعة في التدفقات النقدية، وأن قيمة الشركة من المؤشرات الهامة لقياس كفاءة وفاعلية تلك الشركات، إذ أن قيمة الشركة تمثل انعكاساً لمدى كفاءة القرارات المالية والإدارية لإدارة الشركة، لذا فإن قيمة الشركة تتمثل في قيمة السهم في السوق، وأن تعظيم قيمة السهم يُعد من الأهداف التي تسعى الشركات إلى تحقيقها، وذلك بسبب أنه إذا ارتفعت قيمة السهم فإنه يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للشركة وبالتالي ينعكس على قراراتها الاستثمارية والمالية (منصور وآخرون، 2022).

ويشير (الموسوي، 2017) بأن الشركات تسعى الى زيادة حجم ارباحها وتعظيم قيمتها في سوق المنافسة مع الشركات الأخرى في نفس المجال، فتعظيم قيمة السهم يُعد من الأهداف المهمة والجوهرية للشركات، كما أنه لم يُعد تحقيق الربح مؤشراً كافياً لمعرفة قيمة الشركة، لأن النتائج المحاسبية والتي ترد في الكشوفات الماليه لا تعكس واقع الشركة في السوق لأنها تخفي العديد من النقائص، مثل عدم كفاية الاستثمار أو ضرورة تجديد منتجات الشركة في ظل عدم بقاء الحصة السوقية للشركة كما هي.

وعليه جاءت الدراسة الحالية لتبحث أثر المرونة الماليه على قيمة الشركات الخدماتية والصناعية المدرجة في البورصة الأردنية والفلسطينية.

3.1 أسئلة الدراسة

تبلورت اسئلة الدراسة في التساؤلات التالية:

السؤال الرئيسي: هل هناك أثر للمرونة الماليه على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الاردن وفلسطين؟

وينبثق منه التساؤلات الفرعية التالية:

1. هل هناك أثر لنسبة الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الاردن وفلسطين؟

2. هل هناك أثر لنسبة الرافعه الماليه على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الاردن وفلسطين؟

3. هل هناك أثر لنسبة توزيعات الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الاردن وفلسطين؟

4. هل هناك أثر لنسبة التدفقات النقدية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الاردن وفلسطين؟

4.1 أهداف الدراسة

هدفت الدراسة الى الكشف عن أثر المرونة المالية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الاردن وفلسطين، وذلك من خلال تحقيق الأهداف الفرعية التالية:

1. التعرف على أثر لنسبة الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الاردن وفلسطين.

2. التعرف على أثر لنسبة الرافعة المالية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الاردن وفلسطين.

3. التعرف على أثر لنسبة توزيعات الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الاردن وفلسطين.

4. التعرف على أثر لنسبة التدفقات النقدية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الاردن وفلسطين.

5.1 أهمية الدراسة

تكتسب الدراسة أهميتها من النقاط الآتية:

1-الأهمية التطبيقية

- تعالج هذه الدراسة مشكلات واقعية وفعلية من خلال تعريف هذه الشركات بمستوى نموها وتوجيهها المستقبلي ومدى مرونتها الماليه في مواجه الصدمات السلبية واستغلال الفرص الخارجية.
- توفر الدراسة اطاراً عملياً يُفسر تأثير المرونة الماليه في قيمة الشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية والأردنية، وكيفية توظيف ذلك في تعزيز قيمة الشركات.

2-الأهمية العلمية

- تعد هذه الدراسة من الدراسات النادرة التي تتناول أثر المرونة الماليه على قيمة الشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية والأردنية، كما وتكتسب الدراسة أهميتها العملية كونها أُجريت على كل من الشركات الاردنية والفلسطينية والمتمثلة في قطاعي الخدمات والصناعة.

6.1 فرضيات الدراسة

بناءً على العلاقات التي تضمنها عنوان الدراسة، فقد أمكن للباحثة صياغة فرضيات الدراسة والتي تحتوي كل منها على عدد من الفروض الفرعية والمحتملة، وذلك من خلال الدراسات السابقة والتي تناولت الإطار المفاهيمي لمتغيرات الدراسة تمت دراسة ثلاث فرضيات رئيسية وهي:

1. عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمرونة المالية على قيمة الشركات المدرجة في بورصتي الأردن وفلسطين.
 2. عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمرونة المالية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الأردن.
 3. عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمرونة المالية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- وينبثق عن كل منها أربع فرضيات فرعية لاختبار تأثير أبعاد المرونة المالية على قيمة الشركة وتتص كل منها على:

- عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة
- عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة الرافعة المالية على قيمة الشركة
- عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة توزيعات الأرباح على قيمة الشركة
- عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة التدفقات النقدية على قيمة الشركة.

7.1 متغيرات الدراسة

المتغير المستقل: المرونة المالية (نسبة الاحتفاظ بالنقدية، نسبة الرافعة المالية، نسبة توزيعات الأرباح، نسبة التدفقات النقدية)

المتغير التابع: قيمة الشركة.

المتغيرات الضابطة: مكان العمل، وقطاع الشركة.

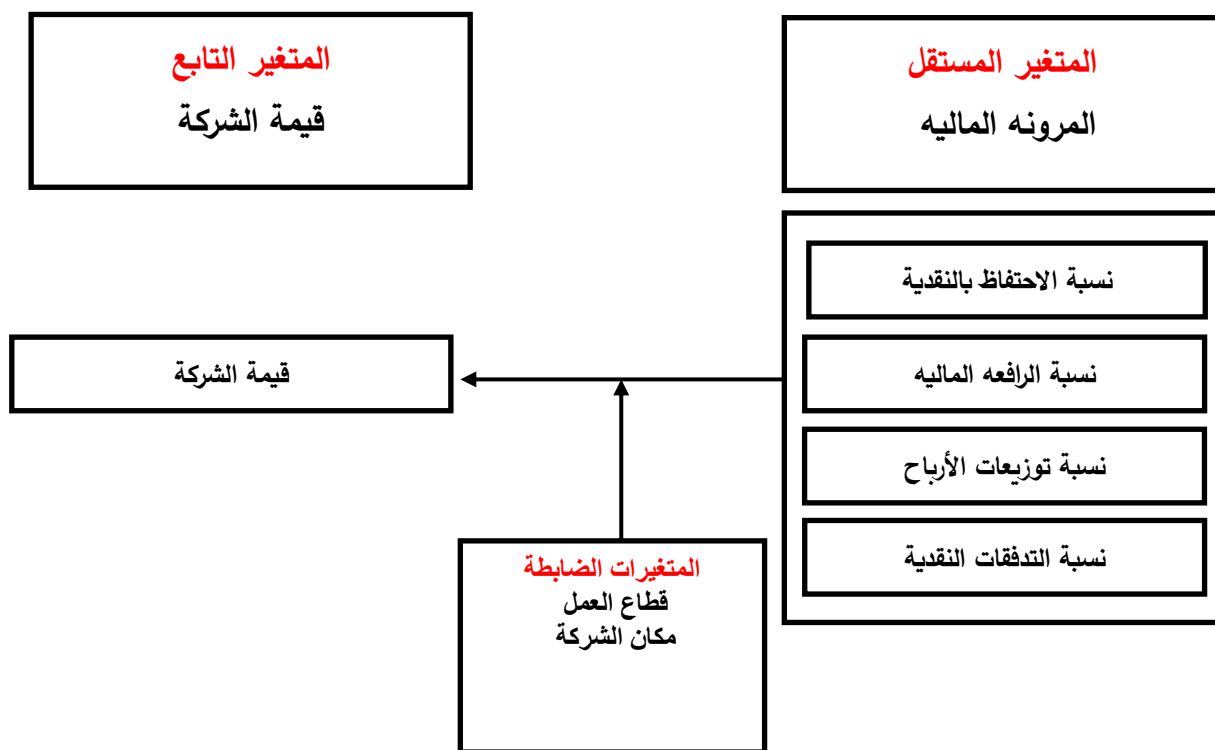
8.1 حدود الدراسة

- **الحدود الموضوعية:** أثر المرونة المالية في قيمة الشركة
- **الحدود المكانية:** الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في كل من بورصة الأردن وفلسطين.
- **الحدود الزمانية:** الفترة الزمنية الممتدة (2018-2022).

9.1 نموذج الدراسة

الشكل (1.1) يوضح نموذج الدراسة الذي تم انشاؤه بعد تحديد أهداف ومشكلة الدراسة المتعلقة بدراسة أثر المرونة المالية على قيمة الشركة (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصتي الأردن وفلسطين)، ويتضح من خلال الشكل متغيراتها وفرضياتها.

الشكل (1.1) نموذج الدراسة



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على فرضيات الدراسة

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

يتكون هذا الفصل من الإطار النظري للدراسة والذي يشمل كل ما يتعلق بالمتغيرات المستقلة المتمثلة في (المرونة المالية)، بالإضافة لكل ما يتعلق بالمتغير التابع الذي يتمثل في (قيمة الشركة)، والتطرق الى أبرز الدراسات العربية والأجنبية ذات الصلة بموضوع الدراسة، وما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

1.2 المرونة المالية

1.1.2 مقدمة:

تعد المرونة المالية أحد الموضوعات المهمة التي تحظى باهتمام كبير من العديد من الباحثين المهتمين بالموضوع، ومع تغير بيئة الأعمال يتعين على المؤسسات المالية إعادة صياغة تغييراتها الاستراتيجية بطريقة تتوافق مع هذه البيئات، وعلى افتراض وجود علاقة بين النجاح التنظيمي والمرونة من أجل الاستدامة، حيث تتدفق أموالها وتوفر السيولة اللازمة حتى لا تواجه صعوبات مالية ولن تفعل ذلك ما لم تتوفر لديها إمكانية الوصول إلى الأصول النقدية اللازمة وحساسية الديون الكافية واللجوء إلى ذلك عند الحاجة لضمان تغطية

الفرص الاستثمارية وتوزيعها بشكل صحيح على المساهمين، وذلك لتحقيق قيمة الشركة (منصور وآخرون، 2022).

حيث تواجه المؤسسات الماليه تحديات هائلة ناجمة عن التحول السريع والاضطراب الأخير في الاقتصاد العالمي، مثل إفلاس البنوك والمؤسسات الماليه وأزمات الديون للاقتصادات الكبرى في أزمة اليورو العالمية (Sharma, 2014)، بالإضافة إلى التغيرات السريعة في البيئة المحيطة بأعمالها، بما في ذلك "العولمة، وزيادة ندرة الموارد، ووسائل التواصل الاجتماعي، والوسائط المتعددة المتقدمة والتكنولوجيا العالية مما يؤدي إلى فضائح مالية، وحالات إفلاس وكوارث، وضغوط خارجية مستمرة من الجهات الحكومية وغير الحكومية تُجبرهم على تلبية متطلبات الاستدامة (Suriyankietkaew and Avery, 2016).

مما دعت حاجة هذه المؤسسات إلى مصادر التمويل المختلفة فضلاً عن مصادر رأس مالها، لذلك تخضع جميع قرارات التمويل التي يتم اتخاذها من قبل المديرين الماليين الى الدراسة والتحقق، للسعي إلى تحقيق التوازن بين مصدرين رئيسيين للمصادر الماليه، أي حقوق رأس المال وحقوق الملكية من أجل زيادة قيمة المساهم عند هذه النقطة إلى أقصى قيمة وفي المقابل خفض تكاليف التمويل إلى الحد الأدنى للقيمة، تسمى هذه النقطة بنقطة (التوازن) نقطة رأس المال الأمثل (Darabi, et al., 2013)، الموجهة نحو تحقيق الأداء المالي الأفضل الذي يعدّ مقياساً لتقييم فعاليات معظم المؤسسات، ويفترض أن قدرة هذه المؤسسات على مواءمة الأفراد والموارد مع المهام الإستراتيجية لتحقيق أدائها المالي المستدام في مجالاته المعنوية والأخلاقية كلها ، فهي تستخدم هذا الأداء كمقياس لتقييم قدراتها واستدامتها على المدى البعيد (Mwangi, 2018)، فهي

بحاجة إلى الموارد المالية لممارسة أنشطتها لتنمية فاعليتها وكفاءتها بالاعتماد على المرونة المالية التي تمكنها من الاستفادة في استغلال الفرص غير المتوقعة، والاستمرار في نشاطها وتحقيق التدفقات النقدية المستمرة لتحقيق استدامتها المالية.

2.1.2 مفهوم المرونة المالية:

عرفها (منصور وآخرون، 2022) بأنها "قدرة الشركة على تجنب الضائقة المالية المحتملة والصدمات الاقتصادية، والحفاظ على مستوى معين من المرونة لتوظيف الأموال في مشروع يكون مربحية أعلى ومخاطرة أقل، وبالتالي اعتماد استراتيجية استثمار أفضل لأداء الشركة وتحقيق أهدافها". كما عُرِفَت المرونة المالية على أنها "قدرة الشركة على إعادة هيكلة رأسمالها بتكاليف منخفضة، وأن الشركات التي تتمتع بالمرونة المالية تكون أكثر قدرة على مواجهة التعثر المالي من الشركات الأخرى (بلعلمي، 2019).

وعرفها (الطائي والجبوري، 2017) بأنها " قدرة المؤسسات المالية على توفير النقدية اللازمة مع الحفاظ على قابلية الدين لضمان عدم تأثرها بالصدمات غير المتوقعة فضلاً عن زيادة قابليتها على استثمار الفرص مما يتيح للمؤسسة الاستجابة الفعالة وبالتالي قدرتها على التخفيف من الآثار السلبية للضائقة المالية". كما عرفها (Bahadori, et al., 2015) بأنها قدرة منظمة الأعمال في الحفاظ على القدرة على الاستدانة لضمان التوسعات المستقبلية. وعرفها (Fairhurst, 2014) بأنها "قدرة الشركة على الاستجابة لحالة عدم اليقين في الاحتياجات للتدفق النقدي أو استثمار الفرص، وهي إحدى الاعتبارات الرئيسية في اختيار السياسة المالية".

وتعرف الباحثة اجرائياً، مفهوم المرونة الماليه: بأنها تجنب الصعوبات الماليه المحتملة والصدمات الاقتصادية، والحفاظ على مستوى معين من المرونة لاستثمار الأموال في المشاريع المربحة ذات المخاطرة المنخفضة نسبياً، ووضع استراتيجيات استثمار أفضل لأداء الشركة وتحقيق أهدافها.

3.1.2 أهمية المرونة الماليه:

أشار كل من (Gryko, 2018 ; Gregory, 2020 ; Lai, et al, 2020) الى أن المرونة الماليه تمتاز بأهمية عالية نظراً للأسباب التالية:

- ❖ لديها تأثير على الأداء المالي للشركة، وذلك لأن الشركة التي تتمتع بمرونة مالية كبيرة تجعلها قادرة على اغتنام المزيد من فرص الاستثمار المستقبلية عند ظهورها
- ❖ تعمل على تهدئة العلاقات بين تمويل الديون والأداء المالي لأن المستوى الأعلى من المرونة الماليه يسمح للشركات بتمويل استثماراتها ومنع الضائقة الماليه والتخلف عن السداد
- ❖ تعد مقياس لقدرة الشركة على تجهيز مواردها الماليه استجابة لأنشطة التفاعل لتعظيم قيمتها.
- ❖ يمكن للشركات المرنة مالياً ان تتجنب المخاطر الماليه عند الدخول في الفرص الاستثمارية المربحة وتوفير التمويل اللازم لهذه الفرص من مصادر متعددة وفق ما يلي:
- الحفاظ على قدرة الاقتراض وإصدار السندات على الأقل في المدى القصير
- الحفاظ على مستوى عالي من النقدية من خلال القدرة على استرداد المدفوعات النقدية الصافية.
- القدرة على بيع جزء من الموجودات دون التأثير على العمليات التشغيلية أو تقليص الاستثمار.

وأشارت دراسة (العامري، 2018) لمجموعة من النقاط التي تمثل أهمية المرونة المالية في منشآت الأعمال، حيث أن المرونة المالية من المعالجات الأساسية التي على منشآت الأعمال امتلاكها لتجاوزها أي مخاطر ومشاكل ممكن أن تتعرض لها وإمكانية حلها وتلافيها والتي تتمثل بالنقاط الآتية:

1. لها دور أساسي في استقرار منشأة الأعمال وامتلاكها الأمان .
2. تساعد منشآت الأعمال في تخطيطها للالتزامات المالية والرجوع إلى وضعها السابق
3. تعد من نقاط القوة التي تمتلكها المنظمات في بيئتها الداخلية
4. هي عامل جذب للزبائن لأنها تجعلهم يشعرون بالأطمئنان في التعامل مع منشآت الأعمال
5. تكون ميزة تنافسية للمنظمة التي تمتلكها وتجعل لها مكانة سوقية تسبق فيها منافسيها
6. منشأة الأعمال التي تمتلكها لديها درجة استجابة للتغيرات المفاجئة بصورة أكبر من بقية المنشآت
7. تبني جدار أمان للمنظمة من الالتزامات التي تحيط بعملها اثر المتغيرات البيئية المختلفة
8. تعزيز ثقة اصحاب المصالح الداخليين والخارجيين في منشآت الأعمال.

وتستنتج الباحثة أن للمرونة المالية أهمية كبيرة حيث أنها تتيح للشركة القدرة على الاستفادة من فرص الاستثمار المستقبلية وزيادة الإيرادات، وتسمح لها بتخصيص الموارد المالية اللازمة للاستثمار في مشاريع جديدة أو توسيع نطاق أعمالها، كما يؤدي الحفاظ على مستوى عالٍ من المرونة المالية إلى تخفيف التوتر بين تمويل الديون والأداء المالي، حيث تمنح الشركة القدرة على تمويل استثماراتها وتقاضي الضائقة المالية

والتأخير في السداد، بالإضافة الى أنها مؤشراً لقدرة الشركة على تنظيم مواردها الماليه واستخدامها بكفاءة لتحقيق أهدافها التجارية وزيادة قيمتها، وتمكنها مالياً من تجنب المخاطر الماليه المحتملة عندما تتعامل مع فرص الاستثمار الجديدة، حيث تستطيع الحصول على التمويل اللازم من مصادر متعددة، مما يساعدها على تحقيق مزيد من النمو والازدهار في السوق.

4.1.2 العوامل المؤثرة في المرونة الماليه:

تتعدد العوامل والمتغيرات التي تؤثر على مستويات المرونة الماليه في الشركات والمؤسسات، ومن أهم هذه العوامل (السعيدى وشاكر، 2022):

1. **التكاليف الفعلية للموجودات النقدية:** التكاليف الفعلية للموجودات النقدية تتمثل في تحديد مقدار الضريبة التي يجب على المنظمة دفعها، وبالتالي تؤثر على المرونة الماليه، حيث ان ارتفاع مقدار الضريبة يؤثر سلباً على تهيئة وضع مالي مرناً للشركة والعكس صحيح.
2. **إمكانية تحويل الموجودات:** يشير مؤشر السيولة إلى إمكانية تحويل موجودات الشركة إلى رأس مال نقدي بسرعة، اذ يتم تحديد سيولة المشروع من خلال منظورين هما مقدار الوقت اللازم لتحويل الموجودات الحالية إلى أموال او القدرة على بيع الموجودات بسعر محدد.
3. **تكلفة التمويل الخارجي:** تشير كلفة التمويل الخارجي الى تكلفة التعويم حيث تؤثر على قيمة المرونة الماليه ، فكلما ازدادت كلفة التمويل الخارجي ازدادت قيمة المرونة الماليه لان المرونة الماليه تعني التمويل باقل التكاليف، أي بإمكان الشركة ان تستخدم بديل اخر.

4. **فرص النمو:** تؤثر فرص على المرونة الماليه للشركة حيث تزداد قيمتها كلما كانت هناك فرص

متوقعة للنمو وذلك بسبب كونها تتطلب تدفقات نقدية غير متوقعة، فالمرونة الماليه اكثر قيمة عندما تواجه الشركة فرص نمو مرتفعة.

وترى الباحثة أن المرونة الماليه تعني القدرة على التكيف مع التحديات الماليه المفاجئة والتغيرات في البيئة الاقتصادية بدون التأثير على القدرة على تلبية الاحتياجات الأساسية للشركة، وتعتمد المرونة الماليه على العديد من العوامل، بدءاً من التخطيط المالي الجيد، والتنوع في مصادر التمويل، والاحتفاظ بالسيولة، والتحكم في التكاليف، والتحكم في إدارة المخاطر، حيث يمكن للشركة تحقيق المرونة الماليه عندما تعمل على تحسين نظام الإدارة الماليه والاستثمار في التكنولوجيا الحديثة وتحسين العمليات. ويمكن للشركة أن تصبح أكثر مرونة ماليًا عندما تعمل على تطبيق هذه العوامل وتجاوز العقبات الماليه المحتملة بسرعة وكفاءة.

5.1.2 مؤشرات المرونة الماليه:

ذكر العديد من الكتاب والباحثين مقاييس ومؤشرات المرونة الماليه (Ferrando, et al., 2014؛ النعيمي

وآخرون، 2017؛ الطائي والجبوري، 2017) والتي جاءت على النحو التالي:

1.5.1.2 الرافعه الماليه:

تعرف الرافعه الماليه، أو معامل الرفع، بأنها النسبة بين مجموع الديون ومجموع الموجودات أو القيمة

الإجمالية للمؤسسة، وتُعد الرافعه الماليه مؤشراً على درجة اعتماد الشركة على مصادر تمويل ذات دخل ثابت، مثل القروض والسندات والأسهم المفضلة لتمويل موجوداتها، وبالتالي يمكن أن تؤثر الرافعه الماليه على مستوى الأرباح التي يحصل عليها المساهمون، بالإضافة إلى درجة المخاطر التي يتعرضون لها، وتتمثل المرونة الماليه في استخدام أموال الآخرين لتحقيق أرباح إضافية يستفيد منها الملاك، لذلك يعتمد الاقتراض لتمويل عمليات الشركة بهدف تحقيق عوائد تزيد من أرباح المساهمين، وتتزايد درجة الرافعه الماليه بزيادة استخدام مصادر التمويل الخارجي (حقي، 2018).

كما وتعتبر المديونية (الرفع المالي) عن درجة استخدام التمويل بالدين لتمويل جزء من الأصول، أي إنها درجة اعتماد المنظمة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت (سواء كانت قروضاً أم سندات أم أسهم ممتازة) (يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك كما يؤثر على درجة المخاطر التي يتعرضون لها، وأن نسبة المديونية هي النسب التي تقيس مدى اعتماد المنظمات على المصادر الخارجية، فيجب عليها أن تحتفظ بمستويات معينة من الرافعه الماليه في مدد معينة للحفاظ على خيار الاقتراض في أوقات الاحتياجات الرأسمالية العالية، فهي تواجه تقلبات مستمرة في كل من التدفقات النقدية وفرص الاستثمار المحددة وبالتالي خلق الحاجة إلى المرونة الماليه لتجنب الأزمات الماليه (James, 2016). كما يؤكد (الطائي والجبوري، 2017) بأن عنصر قابلية الدين يقيس الحد الأقصى لقدرة منظمة الأعمال على الاقتراض وتقدر عن طريق قياس قيمة الأصول التي من المتوقع تصفيتها، أي قياس قابلية الديون ضمناً من خلال تحويل الأصول الملموسة الحالية كضمانات لمجموع الديون لمنظمة الأعمال، إذ تعد قابليات الدين ذات أهمية للمرونة الماليه والتي تعرف بأنها مدى قدرة منظمة الأعمال على الوصول الى قروض جديدة

بتكلفة ملائمة وبمعدل مخاطرة يرافقه عائد متوقع ملائم.

2.5.1.2 الإحتفاظ بالنقد:

وهي عملية الإحتفاظ بالنقد وما في حكمه لفترات محددة، فهي مجموع النقد والنقد المعادل والاستثمارات قصيرة الأجل مقسومًا على إجمالي الأصول (Chang and Yang, 2022). وتتولى الادارة الماليه في الشركات مهمة تعظيم قيمة الشركة، ولعل جزئية ادارة التدفق النقدي عنصر مرتبط بقيمة الشركة، وتكون عملية ادارة النقد من خلال التدفقات الداخلة التي تنجم عن تسديد الزبائن لقيم مشترياتهم او خدماتهم، اما التدفقات الخارجة فتتمثل بتسديد المستحقات لقيم المشتريات والخدمات للدائنين. فيعد النقد من الاصول التي لا تنتج العوائد، إلا انه من الضروري تواجد النقدية - السيولة - في الشركة لأغراض تسيير عمل الشركات مثل تسديد مستحقات الرواتب والمواد والمشتريات من الاصول المتداولة والثابتة وغيرها من النفقات التشغيلية والرأسمالية. وفي هذا المقام تتجلى اهمية توافر والاحتفاظ بنسبة معينة من حجم النقد (النعيمي وآخرون، 2017).

1.2.5.1.2 العوامل التي تحدد الحجم الأمثل للاحتفاظ بالنقد

النظرية العامة للاحتفاظ بالنقد تفيد بأن ارتفاع السيولة عن المستوى المثالي يؤثر هذا سلبياً على مستويات ربحية المؤسسة، ومن جهة اخرى نقص السيولة عن المستوى المفروض يعرض المؤسسة إلى عسر مالي وبالتالي فقدان القدرة على الوفاء بالتزاماتها تجاه الغير، ولذلك عملية الاحتفاظ بالنقد

كما أسلفنا أمر لا بد منه، وعلى الرغم من ذلك هناك عدة عوامل تحدد المستوى المثالي للأحتفاظ بالنقد، سيتم شرحها كما يلي (الكسراوي وآخرون، 2021):

1. الانحراف المتوقع في التدفق النقدي (الداخل والخارج)، والتي تعد اداة رئيسية لتحديد النقدية للمؤسسة والمتمثلة في الموازنة النقدية (التقديرية) والتي من الضروري انجازها بشكل دقيق من اجل تحديد وضع المؤسسة ان كانت تعاني من عجز أو فائض نقدي.
2. الانحراف الغير متوقع في التدفق النقدي، والتي تنتج عادةً لأسباب خارجة عن السيطرة مثل الزلازل والانهيئات المتتالية والحروب وغيرها.
3. مدى توفر مصادر تمويل خارجية، وكلما توفرت المصادر الخارجية تقل حاجة الشركة للاحتفاظ بالنقد، والعكس صحيح، ومن المصادر التي يمكن ان تمول احتياجات الشركة: البنوك والمصارف، مؤسسات الإقراض بأنواعها، الموردون. وجميع تلك المصادر يمكن الحصول على الوفرات الماليه في حال كان مركز الشركة المالي والإئتماني جيد إضافة الى العلاقات والسمعة الجيدة.
4. التطور التكنولوجي، وهذا يتطلب زيادة مستوى الحفاظ على النقد من اجل مواكبة المستجد في تكنولوجيا المعلومات، وبالتالي مجارة المنافسين والحفاظ على الحصة السوقية.
5. سداد الديون في موعد استحقاقها، فكلما كانت فترة السداد قليلة كلما زادت الحاجة الى توفر النقدية.
6. الإدارة للنقد بكفاءة عالية، من خلالها يمكن تحقيق الاهداف المرسومة بأقل مستوى من

الاحتفاظ بالنقدية.

7. سرعة تحصيل الديون المترتبة على الزبائن، ويكون ذلك بواسطة خفض فترات استلام المقبوضات سواءً عن الطريق الحوالات البنكية أو عن طريق الشيكات الآجلة أو أوراق القبض.

8. محاولة الحصول على فترات متباعدة من اجل الوفاء بالتزامات تجاه الدائنون والموردون، فكلما كانت فترات السداد اطول كلما قلت الحاجة الى الإحتفاظ بالنقد.

2.2.5.1.2 دوافع واسباب الاحتفاظ بالنقد:

1. **دافع المعاملات (Transactions Motive):** ويرتبط هذا السبب بضرورة توفر رصيد نقدي لإتمام العمليات الماليه اليومية للشركة، وهذا الرصيد يختلف من منشأة لأخرى تبعاً لطبيعة التدفقات الداخلة والخارجة، وتسمى الارصدة النقدية الناتجة من مقابلة المدفوع من النقد بالمقبوض منه برصيد المعاملات (أندرواس، 2008).

2. **دافع الوقاية (Precautionary Motive):** تحتفظ المؤسسة بأرصدة نقدية لمواجهة الحالات الطارئة من الكوارث والحوادث الغير متوقعة، لذلك ليس بقدرة المؤسسة على مواجهة تلك الظروف دون اللجوء لمصدر تمويل خارجي (Autukaite and Molay, 2013).

3. **دافع المضاربة (Speculative Motive):** الغرض من الاحتفاظ بالنقد في هذا البند هو استغلال

الفرصة مثل شراء كمية كبيرة من المنتجات او الاسهم عند انخفاض السعر، بهدف المتاجرة بها عند ارتفاع السعر، ومن هنا تحقق المؤسسة أرباح المضاربة، اضافة الى ان لهذا الدافع ميزة اساسية لدى الشركات الصغيرة نسبيا التي تعاني من مصادر التمويل التي تكون على شكل قروض (حداد، 2017).

4. **دافع تكلفة الوكالة (Agency Costs Motive):** غالبا ما تهدف الإدارة الى الحفاظ على النقد لتفادي خطورة التعسر المالي، بحيث تكون الشركة قادرة على تمويل المشاريع المستقبلية اذا كانت تكاليف التمويل الخارجي مكلفة، وبالتالي تتمكن الادارة من التصرف بالنقد وزيادة حجم الاصول التي تسيطر عليها الادارة بدلا من توزيع هذا النقد على المساهمين، وذلك يؤثر بالطبع على قيمة الشركة، ومن هنا تنخفض تكاليف الوكالة مع تواجد مشاريع مستقبلية ذات قيمة؛ لأن الاهداف والمصالح تتشابه بين كل من الادارة والمساهمون (حداد، 2017).

5. **دافع الضرائب (Tax Motive):** عملية تحويل الممتلكات الى نقد بهدف تلافي الضرائب المرتفعة في الشركات الممتدة لعدة جنسيات مختلفة، من خلال احتفاظ الشركة بالأرباح الأجنبية على شكل نقد في حال عدم توفر فرص الاستثمار، فمعدل الضرائب في بلد الشركة الاجنبية المستضيفة أقل من بلد الأم، ومن هنا تفضل الشركات الاحتفاظ بالربح نقدا بدلا من خضوعها لنسب ضريبية مرتفعة عن إعادة المال، وبالتالي تخفيض الأعباء الضريبية للشركات (Loncan and Caldeire, 2014).

6. **دافع الأرصدة التعويضية (Compensation Balance Motive):** هي تلك الارصدة التي تطلب البنوك توفرها لدى عملائها، وتكون هذه الارصدة عبارة عن قروض ممنوحة لدى البنك مقابل نسب فائدة مرتفعة، وبالتالي تحصل الشركة على ارباح غير تشغيلية (الكسراوي وآخرون، 2021).

6.1.2 السيولة

تختلف مفاهيم السيولة في إدارة المال بين المنشآت والوحدات الاقتصادية، فتعني السيولة في الجانب العام النقدية، وتعني في الجانب الفني القدرة على تحويل الأصول إلى نقدية بسرعة وبدون خسائر كبيرة، وفي الجانب الاقتصادي تمثل السيولة عناصر الثروة التي يمتلكها الأفراد والمؤسسات والتي تعبر عنها بقيمة نقدية معينة، مثل الأراضي والآلات، وتتيح سهولة تحويلها لتلبية الاحتياجات المالية الضرورية (عيد، 2016).

وتتألف السيولة من ثلاثة جوانب، وهي الوقت الذي يعني سرعة تحويل الموجودات إلى نقدية لدى الشركة، كما تشمل السيولة الجانب الخاص بالمخاطر والذي يعني احتمال خفض قيمة الموجودات، وتعرض الشركة لمخاطر عدم القدرة على السداد والوفاء بمتطلبات الدائنين، وأخيراً تتضمن السيولة جانب التكلفة، والذي يتمثل في التضحية المالية التي تتكبدها الشركة عند تحويل الأرصدة إلى نقد مقابل توقع الحصول على فوائد مستقبلية (الأسدي، 2021).

لذلك، تستطيع الشركة المرنة مالياً التصدي لمخاطر الإفلاس من خلال الحفاظ على مستوى عالٍ من السيولة والنقد المتاح لها لمواجهة أي تقلبات غير متوقعة في بيئتها، وتفضل العمل بسياسة حكيمة لإدارة الدين والسيولة بشكل مفاجئ وحاد لمعالجة أي تحديات تنشأ في هذا الصدد، خاصة في الأوقات التي تتعرض فيها لأزمات اقتصادية ومختلف أنواع المخاطر، بالإضافة إلى ذلك فإن تمتعها بمستوى عالٍ من السيولة وهيكلي مالي متين يجعلها أقل تأثراً بالتطورات الاقتصادية السلبية وأي مخاطر محتملة (Ferrando, et

7.1.2 التدفقات النقدية:

يمكن تحقيق بقاء المنظمات في بيئة تنافسية للغاية من خلال الخبرات والمهارات الإدارية وعن طريق توفير الموارد الكافية، ومن خلال التوزيع الفعال لهذه الموارد بين الأصول، بغض النظر عن مجال نشاطهم والحجم والسوق المستهدفة واللوائح، فإن العامل الحيوي للمنظمات هو الإدارة المستدامة للتدفقات النقدية، خلال جميع المراحل كلها بدءاً من تأسيسها وإلى دورات الاستثمار والتشغيل، وأن تشغيل وظائف العمل جميعها يمكن أن يتحقق فقط عندما يكون هناك مبلغ كافٍ من النقد ويتم تعريف التدفق النقدي على أنه حركة الأموال من وإلى المنظمة، إذ تحدد دورة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة من خلال ملاءة الأعمال، ويساعد تحليل التدفقات النقدية في الحفاظ على التدفق النقدي الكافي للمنظمة وتوفير أساس لإدارة التدفقات النقدية (Esin, 2015). وهذا ما تشابه مع دراسة (الطائي والجبوري، 2017) أي إذا كان التدفق النقدي التشغيلي لا يصل إلى تغطية فرص الاستثمار المتوقع وتوزيعات الأرباح فإن ذلك يجعل إدارة منظمة الأعمال بحاجة إلى جمع الأموال من أسواق رأس المال أو من خلال بيع الأصول، لذا تكون إدارة المنظمة مقيدة بعرض النقدية وانخفاض مستمر للتدفقات النقدية مما تحد من قدرة منظمة الأعمال على رفع مستويات الاحتياطي وبالتالي فإن التكاليف الاستثمارية تعتمد على حد كبير على تيار التدفق المالي.

وتزود الموارد النقدية المنظمات بالمتطلبات النقدية المستقلة مما يسمح لها بتكوين استراتيجيات لمواجهة الضائقة المالية، بالإضافة إلى ذلك تكلفة استخدام رأس المال الداخلي يكون أقل تكلفة من رأس المال

الخارجي، فضلاً عن التدفق النقدي يولد خيارات استثمارية أكثر لتحقيق أقصى قدر من الأرباح خاصة في الأزمات المالية، فالدراسات التجريبية التي تناولت محددات الاحتفاظ بالنقدية للمنظمات نالت مؤخراً على قدر كبير من الاهتمام في أدبيات التمويل الحديثة ، إذ يعد النقد والنقد القابل للتحويل من أكثر المكونات أهمية للأصول الحالية للمنظمات، وهي شريان الحياة للإدارة المالية للمنظمات (Thu & Khoung, 2018). ويرى (الطائي والجبوري، 2017) بأن الموجودات النقدية والتي يُقصد بها النقد والنقد المعادل (الأوراق المالية) والاستثمارات قصيرة الأجل التي أعلن عنها في الميزانية العمومية للبيانات المالية، إذ تعد الموجودات النقدية مصدراً من مصادر المرونة المالية، فالزيادة في مستوى الموجودات النقدية يمكن ان يعزى الى زيادة تقلب التدفقات النقدية ومستوى الموجودات غير الملموسة، إذ تنمو قيمة الموجودات النقدية جنباً الى جنب مع زيادة التدفقات المستقبلية من حيث مرونة تدفق الموجودات النقدية

2.2 قيمة الشركة

1.2.2 مقدمة:

تسعى المنظمة بصفقتها وحدة اقتصادية متجانسة، إلى تحقيق مجموعة من الأهداف المتكاملة التي تمكنها من تحقيق أداء مالي يعكس بشكل مثالي استغلالها للموارد المتاحة، وذلك بهدف تعظيم الأرباح طويلة الأجل باعتباره الهدف الأساسي الذي تسعى المنظمة إلى تحقيقه، من أجل تعظيم القيمة السوقية لأسهم الملاك وتحقيق زيادة الثروة.

لذلك تحتاج المؤسسة دائماً إلى تقييم أدائها من خلال تقييم مدى نشاط مخزونها في البورصة وقدرتها على تحقيق أعلى عائد ممكن، وتعتمد على مجموعة من المؤشرات، ويعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية ومؤشر المرونة الماليه من بين المؤشرات المتعلقة بعملية خلق القيمة والتي تعتمد على تعظيم ثروة الملاك، وبالتالي تعتمد كفاءة الإدارة على قدرتها على تحقيق عوائد للمالك تفوق كل التكاليف الرأسمالية، وما تعتمد عليه الشركة في تحقيق هذا العائد، وتقدير تكلفة حقوق الملكية ومدى ملاءمتها لمستوى المخاطر التي يواجهها المساهمون في تحقيق العائد (أبو الخير، 2022).

2.2.2 مفهوم قيمة الشركة:

تُعتبر قيمة الشركة من المؤشرات الهامة التي تقيس كفاءة الشركة وفاعليتها، إذ إنها تُمثل انعكاساً لمستوى كفاءة قرارات الشركة الماليه والإدارية سواء كانت هذه القرارات متعلقة بشراء الأصول أو أي مجال استثماري آخر، أو تتعلق بتحديد هيكل تمويلها التي تراه الأنسب للشركة، وأن قيمة الشركة تتمثل أيضاً بقيمة السهم السوقية، حيث يعتبر تعظيم قيمة الأسهم من الأهداف الجوهرية والهامة لدى الشركة، فكلما زادت قيمتها أدى ذلك إلى تعظيم قيمة الشركة السوقية، وبالتالي ينعكس ذلك على قراراتها الاستثمارية والماليه ومقسوم الأرباح لديها (فودة، 2019).

كما أن القيمة السوقية تعتبر قيمة مدفوعة عند نقطة زمنية معينة، حيث تتحدد هذه القيمة من خلال العرض والطلب في البورصة الماليه، وأن سعر السعر السوقي يستخدم غالباً بشكل مرادف لقيمتها السوقية، وأن المستثمر يستخدم بعض مؤشرات العائد والمخاطر ويحددها بعد النظر إليها وترقبها وبحذر شديد، حيث أن

من الصعوبات التي تواجه المستثمرين هي تحديد حجم التدفقات النقدية بصورة صحيحة (التميمي، 2010).

3.2.2 المفهوم الاقتصادي للقيمة:

يركز البحث الاقتصادي على قيمة الشركة ، وتعرف النظرية الاقتصادية مفهوم قيمة الشركة على أنها "المبلغ الذي تدفعه مقابل الأصل أو الحق في العائد ، وأهم ما يميز الأصول الماليه عن الأصول الأخرى هو تولد هذه الأصول دخلاً متغيراً ويصعب قياسه ، ولكن هذه الصعوبات هي التي تعطي القيمة الماليه لهذه الأصول، على الرغم من أنها تمنع تقدير الدخل وقياسه (الموسوي، 2017).

ويضيف (العامري والشريفي، 2009) أن هناك ثلاث نظريات اقتصادية تتعلق بقيمة الشركة:

- 1- النظريات التي تنسب القيمة الى العمل: اهتم العديد من المفكرين بهذه النظرية، بما في ذلك آدم سميث، وريكاردو، وماركس، لأنهم جميعاً اعتقدوا أن قيمة الشيء تحددها كمية العمل المبذول في إنتاجه؛ اعترف ريكاردو وأقر بأهمية آدم سميث رأس المال؛ رأس المال وجميع الآلات الأخرى هي عمل مدخر، يساهم استخدامه في خلق القيمة.
- 2- نظرية نفقات الانتاج: لا تعتمد هذه النظرية على العمل حصراً كأساس للقيمة وإنما تأخذ في الاعتبار العناصر الأخرى المكونة لنفقة الانتاج بما في ذلك الأرباح التي يستحقها المساهم او المستثمر؛ كما ان قيمة الشيء يمكن ان تتغير بدون حدوث اي تغييرات في تكاليف الانتاج فقد تنخفض إذا ما انخفضت رغبة الافراد على ذلك الشيء وقد تزداد القيمة إذا ما حدث العكس.

3- نظرية المنفعة النهائية: بموجب هذه النظرية اذ تمثل المنفعة مصدراً للقيمة فضلاً عن اهمية الندرة

في قيمة الموارد فقيمة الموارد ترتفع اذا كانت تلك الموارد نادرة وتنخفض اذا كانت متوفرة ، ولكن

ارتفاعها او انخفاضها لا لعامل الندرة فحسب وانما لتوفر المنفعة.

4.2.2 المفهوم المحاسبي للقيمة:

يتفق المليون على عدم وجود نظرية مستقلة للقيمة كما هو الحال بالنسبة للاقتصاديين حيث توجد عدة

مفاهيم وتفسيرات للقيمة من وجهة نظر المحاسبين مستمدة من النظم الاقتصادية، وأن طبيعة النظرية

المحاسبية تتطلب من المحاسبين التعرف على مفهوم القيمة، اذ ان مفاهيم القيمة التي تتعامل معها المحاسبة

هي (Priyanka, 2013):

- **القيمة الاسمية:** هي القيمة المحددة وفقاً لقوانين كل شركة. نظراً لأن العديد من البلدان تنص على

القيمة الاسمية للأسهم العادية للشركة في قوانين الشركات والأسواق الماليه، يتم استخدام هذه القيمة

الاسمية لتحديد النسبة المئوية للأرباح الموزعة على المساهمين وأصحاب الأسهم العادية، والقيمة

الاسمية هي المبلغ الذي يدفعه المستثمرون مقابل واحد حصة، محددة وفقاً لسياسة الشركة.

- **القيمة السوقية:** تشير إلى سعر سهم الشركة عندما يتم تداوله في السوق الماليه، ويتأثر بالعرض

والطلب في السوق الماليه، فالقيمة السوقية للسهم لا تساوي القيمة الدفترية، لأن القيمة الدفترية يعتمد

على القيمة التاريخية، بينما تقاس القيمة السوقية بقيمة الصفقة للسهم

- **قيمة التبادل:** تشير قيمة التبادل إلى أي سعر تدخل في عملية التبادل، وبالتالي يتم تمثيل قيمة التبادل بالتكلفة أو سعر البيع أو القيمة الجديدة أو قيمة الخردة أو أي مقياس سعر آخر قائم على التبادل.
- **القيمة الحالية:** تشير إلى القيمة الحالية للسعر الذي يرغب المشتري في دفعه مقابل مجموعة من المزايا المستقبلية التي يتوقعها في الوقت الحالي.

5.2.2 العوامل المؤثرة في قيمة الشركة:

أشار (الموسوي، 2017) الى وجود مجموعة من العوامل التي تؤثر قيمة الشركة، حيث تمثلت بالتالي:

- **نوع القطاع الصناعي:** ان نوع القطاع الصناعي الذي تعمل فيه الشركة يساعدها في امتلاك اسبقية في هذا المجال بما تمتلكه الشركة من خبراء ومتخصصين وأيدي عاملة في ذلك النوع من الصناعة.
- **حجم الشركة:** اذا ان حجم الشركة ذو تأثير بالغ في مجال تحديد قيمتها؛ فالشركة الكبرى تعني امتلاكها موجودات تشغيلية تتناسب مع حجمها مما يعني ان لديها قيمة مرتفعة جداً نظراً لما تمتلكه من موجودات.
- **جودة المنتج:** ان جودة منتج الشركة يعد ذا تأثير بالغ الاهمية على الشركة ككل؛ فاذا كانت جودة المنتج عالية لمنتج الشركة يعني انها ستحقق رضا للزبائن وتلبية لاحتياجاتهم، وما يترتب على ذلك من زيادة الحصة السوقية وارتفاع حجم المبيعات وتكون النتيجة زيادة حجم الإيرادات وارتفاع الارباح؛ وانعكاس ذلك على اسعار الاسهم في السوق، ويعني ذلك ارتفاع في قيمة الشركة.

- **هيكل رأس المال:** ان لهيكل رأس المال تأثيراً كبيراً على قيمة الشركة؛ فعندما يكون رأس المال مملوك بأكمله للشركة هذا يعني عدم تحمل الشركة عبء مالياً يتمثل في تسديد الاقساط ودفع الفوائد وما يترتب على ذلك من انخفاض السيولة وضعف قدرة الشركة في مواجهة الظروف وعلى العكس من ذلك عندما يكون هنالك جزءاً من رأس المال مقترضاً فانه من المؤكد سيضعف قدرة الشركة الماليه وقد يؤثر ذلك على قيمتها.

- **التكنولوجيا الحديثة:** ان التكنولوجيا الحديثة والمتطورة اصبحت في عالم اليوم عامل حسم للكثير من المشكلات التشغيلية؛ وكما هو معلوم ان الشركات التي تمتلك التكنولوجيا الحديثة والمتطورة قد تقدمت في المجال الصناعي الذي تعمل فيه واتسعت رقعتها الجغرافية، في حين ان الشركات التي بقيت على الاساليب والطرق القديمة في التصنيع قد تخلفت كثيراً عن الشركات التي تمتلك التكنولوجيا المتطورة؛ وعليه فان التكنولوجيا الحديثة تسهم بشكل مباشر في عملية الانتاج وضمن الوقت المحدد وقدرتها عالية في عمليات التصنيع؛ وامكانية مواجهة طلبات الزبائن بمرونة فضلا عن الكفاءة في ادارة العمليات التشغيلية وانعكاسها على زيادة الانتاجية وكل ذلك سيؤثر بشكل مباشر او غير مباشر على قيمة الشركة.

- **بيئة استثمارية صالحة:** ان توفر البيئة الاستثمارية الصالحة وتوفر قوانين نافذة تنظم عملية الاستثمار وعدم وجود التأثيرات على قرارات الاستثمار، وكل ذلك يؤدي الى دخول الشركات مع أخرى في الاستثمارات او دخول مستثمرين جدد، وأن أهم عامل في الاستثمار هو الاستقرار الأمني والسياسي للبلاد وكل تل الأمور تؤدي الى تعظيم قيمة الشركة.

• **استقرار الأوضاع السياسية:** ان للاستقرار السياسي عامل مهم في تأثيره على قيمة الشركة، لأن غياب الاستقرار يؤدي الى عدم استقرار الأسواق الماليه، وكذلك تأثيره على البيئة الاقتصادية للبلد، وبالتالي فان اسهم الشركة تواجه انخفاضاً كبيراً وذلك لعدم الاستقرار والذي يؤدي ايضاً الى انخفاض العملة للبلد، وهذا ينعكس على أسهم الشركة، وبالنتيجة فإن انخفاض قيمة الشركات العاملة في تلك الأوضاع الاقتصادية غير المستقرة تؤثر على قيمة الشركة.

كما أشار كل من (غالي، 2017; نصر، 2015) الى وجود بعض العوامل التي تؤثر على قيمة الشركة والتي تمثلت بتقديرات الربح المستقبلي، وآلية توزيع الأرباح فيما يتعلق بتحديد الأرباح المحتجزة، وحجم الاستثمارات وطبيعتها في هيكل التمويل ومعرفة المخاطر الناجمة عنها والمرتبطة بها، والعلاقة بين أرباح الشركة والمخاطر السوقية والقدرة على تحقيق التوازن، وتوقعات المستثمرين لربح الشركة في المستقبل وبالتالي التنبؤ بربحية السهم، اضافة الى الظروف الاقتصادية والسياسية المتوقعة، واخيراً التنبؤ بمقدار الأرباح المتوقع توزيعها.

اما في دراسة (النعمي، 2018) فقد صنف العوامل المؤثرة في قيمة الشركة الى التالي:

1- عوامل داخلية: التي تتمثل في سياسات مقسوم الأرباح، نسبة استخدام التمويل المقترض، الربحية المتوقعة للسهم، طبيعة نشاط الشركة، درجة المخاطرة في عوائد السهم، توقيت التدفقات النقدية للسهم، ومستوى التكنولوجيا المستخدمة.

2- عوامل خارجية: وهي تلك العوامل التي تؤثر في قيمة الشركة والتي تكون خارج ارادتها ولا تستطيع التحكم بها مثل الظروف الاقتصادية السائدة، التشريعات الخاصة بالشركات، التشريعات الخاصة بحماية البيئة، التشريعات الخاصة بقانون العمل، السياسة النقدية، السياسات الماليه للدولة، ومستوى النشاط الاقتصادي للبلد.

وفي دراسة (أبو كويك، 2021) ذكر بأن العوامل المؤثرة في قيمة الشركة جاءت كالتالي:

- **توزيعات الأرباح:** إن تحقق الأرباح في الشركات المساهمة العامة يكون بزيادة مجموع الإيرادات خلال السنة الماليه عن مجموع المصاريف والاستهلاكات خلال نفس السنة، لكن وجود الأرباح في حسابات الشركة لا يعني بالضرورة أن هذه الأرباح موجودة في شكل نقد جاهز للتوزيع أو التصرف به حيث إن الشركات عادة ما تحتفظ بكمية قليلة على شكل سائل على اعتبار أن النقد بحد ذاته غير منتج ومن غير صالح الشركة أن تجمد أموالها في موجودات غير منتجة.
- **القيمة الدفترية للسهم:** هي القيمة التي يتوقع حامل السهم الحصول عليها في حال تصفية الشركة وهي تساوي الفرق بين أصول الشركة في وقت معين مطروحا منها جميع الالتزامات المترتبة عليها في ذلك الوقت ومقسومة على جميع الأسهم المصدرة، لذلك فإن القيمة الدفترية للسهم تعتبر مقياسا لما أضافته الشركة من أموال على القيمة الاسمية للسهم التي أصدر بها، فكلما ارتفعت القيمة الدفترية للسهم كان ذلك مشجعا على الاستثمار في أسهم الشركة لأن ذلك يعني أن الشركة قد حققت أرباحا في الماضي استطاعت من خلالها تكوين احتياطيّات ومخصصات واحتجاز جزء منها يعزز من قيمة

حقوق المساهمين، أما إذا انخفضت القيمة الدفترية عن القيمة الاسمية فهذا دليل على أن الشركة قد حققت خسائر استهلكت جزء من رأسمالها.

- **الأرباح المحققة:** يعتبر ربح الشركة من المحددات الأساسية لسعر السهم ومع هذا فقد يتضح في الأجل القصير عدم وجود ارتباط بين أسعار الأسهم والربح ويعود ذلك الى مدى ثقة المستثمر بأسهم الشركة.

- **الأوضاع الاقتصادية:** إن الحالة الاقتصادية للدولة تؤثر في سعر السهم وتتأثر بمجموعة من التغيرات الداخلية، مثل درجة النمو الاقتصادي، التضخم، اتجاه سعر الفائدة، نسبة البطالة

- **مضاعف سعر السهم:** يتمثل مضاعف سعر السهم في نسبة السعر السوقي للسهم مقسوما على نصيب السهم من الأرباح المحققة، ويقاس طول الفترة اللازمة للمستثمر لاسترداد الأموال المستثمرة والتي دفعها ثمناً للأسهم المشتراة وذو فائدة أيضاً للمضاربين، إذ بإمكانهم تحديد السعر العادل لسهم معين في أي لحظة ومن ثم اتخاذ القرار المناسب فيما يتعلق بالشراء أو البيع الن أو الانتظار فترة من الزمن، فكلما انخفض هذا المقياس يكون مشجعا للمتعاملين بالأسهم على التعامل به.

- **المعلومات المفصّل عنها:** تنعكس أهمية المعلومات المالية وغير المالية المفصّل عنها على ثقة المستثمرين بكفاءة سوق الأوراق المالية، إذ تتحدد هذه الثقة بنوعية وكمية المعلومات المتاحة للمستثمرين بكلفة أرخص وذات دلالة على أن تعطي هذه المعلومة مؤشرات حقيقية عن واقع الشركة المصدرة لها، حيث إن توفر المعلومات بالتوقيت المناسب وبشكل واضح يلعب دور أصيل في تقدير قيمة للشركة، ويجنب المساهمين التسعير الخاطئ للأسهم.

6.2.2 دور مقياس توزيعات الأرباح في تعظيم قيمة الشركة:

تُعرف عملية توزيعات الأرباح بأنها الأسلوب الذي تتبعه الشركة في إدارة أرباحها، فالمستثمر من جهة يفضل حصوله على أقصى قيمة من التوزيعات، ومن جهة ثانية تتطلع الشركة الى احتجاز جزء من الأرباح بهدف إعادة استثمار تلك المحتجزات، وبالتالي تركيزها على معدلات نمو قيمة الشركة المستقبلية (عبد الله وابو بكر، 2022).

ويتحكم في عملية اتخاذ قرار توزيع الارباح عوامل عدة أهمها السيولة النقدية، فعملية توزيعات الارباح مرهونة بتوفر السيولة اللازمة، والتشريعات القانونية التي تفرض على الشركة مهمة الحفاظ على الاصول وحماية حقوق مساهميها، وحجم الشركة الذي يرتبط مع سياسة توزيع الارباح؛ فالمنشأة الصغيرة تواجه صعوبات اعلى نسبيا في حال لجوءها الى مصادر التمويل الخارجية، كذلك حجم الاصول لديها اقل، وأخيراً تؤثر تقضيات المساهمون على أسعار الأسهم من خلال الاستمرار في توزيعات الأرباح، ولكن اذا استمرت الشركة في التوزيعها دون ترشيد سياساتها قد تلجأ الى طرح اسهم جديدة في الاسواق الماليه وبالتالي انخفاض قيمة السهم (بوغنامة ويوسفي، 2022)

7.2.2 دور المرونة الماليه في تعظيم قيمة الشركة:

تعد المرونة الماليه أحد العوامل الرئيسيه التي تساهم في تعظيم قيمة الشركة، إذا تم استخدامها بشكل صحيح وفعال، فالمرونة الماليه هي القدرة على تمويل الأنشطة التشغيلية والاستثمارية للشركة، وتحمل المخاطر

الماليه، بما يتناسب مع قدرة الشركة على تحمل الديون وتوليد الدخل، ويمكن للشركات الاستفادة من المرونة الماليه في تعظيم قيمتها من خلال التالي (منصور وآخرون، 2022):

❖ **الاستثمار في فرص جديدة:** يمكن للشركة استخدام المرونة الماليه للاستثمار في فرص جديدة

ومشاريع تنموية، مما يساعد في توسيع نطاق أعمالها وزيادة الدخل المستقبلي.

❖ **توزيع الأرباح على المساهمين:** يمكن للشركة استخدام المرونة الماليه لزيادة توزيع الأرباح على

المساهمين، مما يزيد من قيمة الشركة في أعين المستثمرين.

❖ **الاستحواذ على شركات أخرى:** يمكن للشركة استخدام المرونة الماليه للاستحواذ على شركات أخرى،

مما يعزز نموها وتوسعها ويزيد من قيمتها في السوق.

❖ **تقليل التكاليف:** يمكن للشركة استخدام المرونة الماليه لتقليل التكاليف، عن طريق الاستثمار في

التكنولوجيا وتحسين عمليات الإنتاج، مما يؤدي إلى زيادة الكفاءة وتحسين الأداء المالي للشركة.

❖ **توسيع قاعدة العملاء:** يمكن استخدام المرونة الماليه لتوسيع قاعدة العملاء، من خلال الإنفاق على

التسويق وتطوير المنتجات وتحسين الجودة، مما يزيد من عدد العملاء ويحسن العلاقة بالشركة.

بعد دراسة مفهوم المرونة الماليه والتعرف على العديد من المقاييس والمؤشرات المؤثرة على كل من المرونة

الماليه وقيمة الشركة، سيتم اختيار متغيرات قياس المرونة كما يلي:

1. نسبة الإحتفاظ بالنقدية

وهي عملية الإحتفاظ بالنقد وما في حكمه لفترات محددة، فهي مجموع النقد والنقد المعادل

والاستثمارات قصيرة الأجل مقسومًا على إجمالي الأصول (Chang and Yang, 2022). لذلك عملية احتفاظ الشركة بالنقد أمر غاية في الأهمية؛ من أجل تسيير أعمالها والحفاظ على استمراريته المتتمثلة في القدرة على الوفاء بالالتزامات بشقيها طويلة وقصيرة الأجل، كما تعد عملية إدارة التدفقات النقدية أحد أبرز المهام الرئيسية التي تؤدي إلى تعظيم قيمة الشركة، ويمثل النقد (Cash) والأوراق المالية قصيرة الأجل (Short term securities) أكبر الموجودات المتداولة، ويتمثل بند النقدية من النقد الموجود في صندوق الشركة، والأموال المودعة في الحسابات البنكية، والنقدية وما في حكمها، ويقاس مؤشر الإحتفاظ بالنقدية كما يلي (النعيمي وآخرون، 2017؛ Chang and Yang, 2022):

نسبة الإحتفاظ بالنقدية = النقدية وما في حكمها / إجمالي الأصول

2. نسبة الرافعه الماليه

وتستطيع الشركات ذات المرونه العاليه الاقتراض بشكل سريع نسبياً، والوصول إلى سوق رأس المال أو إصدار سندات أكبر وأكثر استقراراً، وذلك يمكنها من دفع توزيعات الأرباح بسهولة وتحويل الديون القصيرة الأجل إلى ديون طويلة الأجل، ومن الناحية الأخرى يمكن أن يؤثر معامل الرفع المالي على بعض الجوانب الماليه للشركة، مثل خلق مستويات عاليه من المديونية، مما يزيد من المخاطر التي يتحملها حملة الأسهم، وعندما يزداد معدل المديونية في الهيكل المالي للشركة، فإن ذلك يزيد من المخاطر والعوائد، مما يؤثر على نسبة التمويل في الشركة ، ويقاس هذا المتغير كما يلي (الخفاجي، 2020):

نسبة الرافعه الماليه = مجموع الالتزامات / مجموع الأصول

3. نسبة توزيعات الأرباح

إن تحقق الأرباح في الشركات المساهمة العامة يكون بزيادة مجموع الإيرادات خلال السنة الماليه عن مجموع المصاريف خلال نفس السنة، لكن وجود الأرباح في حسابات الشركة لا يعني بالضرورة أن هذه الأرباح موجودة في شكل نقد جاهز للتوزيع أو التصرف به حيث إن الشركات عادة ما تحتفظ بكمية قليلة على شكل سائل على اعتبار أن النقد بحد ذاته غير منتج ومن غير صالح الشركة أن تجمد أموالها في موجودات غير منتجة، (ابو كويك، 2021)، تشير الدراسات الى أن أحد أهم القرارات التي يتخذها المدراء الماليون هي عملية توزيع الأرباح على المساهمين، ونظراً لأهمية توزيع الربح المتمثل في الوصول الى الهدف الرئيسي للمستثمرين وهو تعظيم الثروة، والذي يكون من خلال قرار توزيع الأرباح، ويتم احتساب نسبة توزيع الأرباح كما يلي (مشكور وصادق، 2019):

نسبة توزيعات الأرباح = الأرباح الموزعة / صافي الدخل

4. نسبة التدفقات النقدية

تُعد قائمة التدفقات النقدية حديثة العهد نسبياً بالمقارنة مع القوائم الماليه الأخرى، وأول من بادر باستعراض هذه القائمة هي دولة امريكا في أواخر الخمسينيات، والتي اسمتها الشركات بـ " من أين جاءت النقود وفيما صرفت"، وكانت هذه القائمة تقتصر على قائمتان متتاليتان للميزانية العمومية،

التي تُظهر بنود النقصان والزيادة في تلك القوائم على مدار الفترة المحاسبية (النوباني، 2011)

اهتم العديد من البحوث بمصادر التدفقات النقدية، كما تشير الدراسات الى أن النسب المستمدة من تلك القائمة لديها قدرة عالية في توقع التعثر المالي للشركات، كما ان مثل هذه نسب، تكون اكثر فعالية من النسب الكلاسيكية (Saoussen, 2007)، (قريشي، 2012)، ويمكن التعبير عن نسبة التدفق النقدي من خلال المعادلة التالية (Faruqi, et al, 2019) :

نسبة التدفقات النقدية = التدفقات النقدية قبل الفوائد والضرائب / مجموع الأصول

الجدول (2.1) يستعرض ملخصاً لادوات قياس المتغيرات وكيفية احتسابها.

الجدول (1.2) طرق قياس المتغيرات

الدراسات السابقة	طريقة القياس	المتغيرات
دراسة (Chang and Yang, 2022) دراسة (شبيطة، 2020) دراسة (زلط، 2019) دراسة (السيد، 2018) دراسة أبو راشد (2014)	النقدية وما في حكمها مقسوماً على إجمالي الأصول	نسبة الاحتفاظ بالنقدية
دراسة (بلعمي، 2012) دراسة أبو راشد (2014)	مجموع الالتزامات مقسوماً على مجموع الأصول	نسبة الرافعه الماليه
دراسة (مشكور، 2020) دراسة (أبو راشد، 2014)	الأرباح الموزعة مقسوماً على صافي الدخل	نسبة توزيعات الأرباح
دراسة أبو راشد (2014) دراسة (Faruqi, et al, 2019) دراسة (Saoussen, 2007)	التدفقات النقدية قبل الفوائد والضرائب مقسوماً على مجموع الأصول	نسبة التدفقات النقدية
دراسة (مشكور، 2020) دراسة (ضيف، 2015) دراسة (منير، 2003)	المتوسط الحسابي للقيمة السوقية للسهم خلال السنة مقسوماً على (حقوق الملكية/ عدد الأسهم)	ثانياً: المتغير التابع قيمة الشركة

3.2 الدراسات السابقة

1.3.2 الدراسات العربية:

1. دراسة منصور وآخرون (2022) بعنوان: "تأثير المرونة الماليه في قيمة الشركات - دراسة

تطبيقية لقطاع المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق الماليه"

هدفت الدراسة الى التعرف على مدى تأثير المرونة الماليه في قيمة المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق الماليه، من خلال تحليل مؤشرات متغيرات البحث المرونة الماليه (السيولة والرافعه الماليه) كمتغير مستقل، وقيمة الشركات (القيمة السوقية للأسهم) كمتغير تابع، وتمثل مجتمع البحث بالمصارف التجارية المدرجة في سوق العراق للأوراق الماليه، اذ تم اختيار (10) عشرة مصارف تجارية كعينة للبحث، وتمثلت مدة البحث بعشر سنوات من (2010-2019)، مستخدمةً البيانات المنشورة في الموقع الالكتروني لسوق العراق للأوراق الماليه، وقد سعت لاختبار فرضيات البحث وعلاقة التأثير بين متغيرات البحث للإجابة على تساؤلات البحث المتعلقة بالمشكلة للوصول إلى النتائج، وقد أظهرت النتائج أن قدرة المصارف المبحوثة على مواجهة الصدمات الخارجية وتحقيق مستويات مقبولة بالاحتفاظ بالسيولة واتباع سياسة رفع مالي معتدلة جاء نتيجة اعتمادها على سياسة مالية مرنة جعلتها أفضل من المصارف الأخرى.

2. دراسة السعيد وشاكر (2022) بعنوان: "المرونة المالية وأثر معدل النمو المستدام في تعزيزها -

دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"

هدفت الدراسة الى تقديم حلول مقبولة لمنع تعرض الشركات الى وضع يجعلها تعلن عن افلاسها وهذا يتم من خلال توظيف تلك الشركات للمرونة المالية، والتعرف على المؤشرات الدالة على المرونة المالية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، ومعرفة هل هناك تأثير لمعدل النمو المستدام في تعزيز المرونة المالية لهذه الشركات، وتمثل مجتمع الدراسة في الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والبالغ عددها 88 شركة، ولقد اختير القطاع الصناعي لان هذا القطاع تنطبق عليه مؤشرات الدراسة، حيث تم سحب عينة عمدية بواقع 10 شركات صناعية ، والتي توافرت فيها الشروط خلال المدة قيد الدراسة والتحليل من 2011 الى 2018 وذات التداول المستمر في البورصة، وتوصلت الدراسة الى أن التحليل المالي لمؤشر النمو المستدام ان هناك اربع شركات حققت معدل نمو مستدام اعلى من المعدل القطاعي وذلك بسبب كون قدرتها على الديون اعلى من الشركات الأخرى، كما أظهرت نتائج تحليل المؤشرات الثلاثة للمرونة المالية ان الشركات المبحوثة اختلفت في تطبيقها لتلك المؤشرات وهذا يعود الى عمق ادراك الشركات التي حققت مرونة مالية عالية بضرورة تحصين نفسها من الصدمات غير المتوقعة .

3. دراسة (أبو الخير، 2022) بعنوان: "أثر هيكل الملكية والمرونة الماليه على القيمة الاقتصادية

المضافة"

هدفت الدراسة الى قياس الأداء المالي للشركات المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة "2014-2018" من خلال استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة، كذلك قياس العلاقة بين المتغيرات كمعدل صافي الديون ونسبة التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية الى الديون، وعدد مرات تغطية الديون كمقياس للمرونة الماليه ودراسة أثرها على القيمة الاقتصادية المضافة، وتحليل أثر أنماط هيكل الملكية على القيمة الاقتصادية المضافة، واعتمدت الدراسة على منهج السلاسل الزمنية المقطعية واستخدام نموذج الانحدار المجمع ونموذج الاثار العشوائية، وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة لهيكل الملكية على القيمة الاقتصادية المضافة، وكذلك وجود علاقة للمرونة الماليه على القيمة الاقتصادية المضافة وكذلك وجود علاقة لهيكل الملكية على المرونة الماليه والقيمة الاقتصادية المضافة.

4. دراسة (بوغنامة ويوسفي، 2022) بعنوان: "أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية

للمؤسسات الإقتصادية - دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40."

هدفت الدراسة الى معرفة تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة، حيث شملت الدراسة على (18) مؤسسة فرنسية مدرجة في مؤشر CAC 40 خلال الفترة من 2010 الى 2021 ، وذلك

بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد لبيانات البانل، كما واستخدمت المنهج التحليلي الاحصائي من خلال جمع البيانات ومعالجتها. واشتملت الدراسة في متغيراتها على القيمة السوقية للسهم والقيمة الدفترية للسهم كمتغيران تابعان، وتوزيعات الأرباح كمتغير مستقل. وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، حيث تشير النتائج الى وجود تأثير إيجابي ذو معنوية إحصائية لكل من الربح الموزع للسهم وربحية السهم على القيمة السوقية للسهم، أما بخصوص القيمة الدفترية للسهم فقد أشارت النتائج الى وجود علاقة إيجابية بينها وبين الربح الموزع للسهم وربحية السهم.

5. دراسة الكسراوي وآخرون (2021) بعنوان: "الإحتفاظ بالنقدية وإدارة رأس المال العامل وأثرهما على

قيمة الشركة"

سعت الدراسة إلى بيان أثر الإحتفاظ بالنقدية ورأس المال العامل على القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال السنوات (2006-2017). وتضمنت متغيرات الدراسة على الإحتفاظ بالنقدية، رأس المال العامل، والرافعه الماليه، وحجم الشركة، وقرار توزيعات الأرباح كمتغيرات مستقلة، والمتغير التابع تمثل بالقيمة السوقية للشركة. اعتمدت الدراسة على (111) شركة مدرجة، تكونت من (54) شركة من القطاع الخدماتي و (57) شرطة تتبع الى القطاع الصناعي. واستخدمت الدراسة برمجية (STATA) من اجل تحليل بيانات الدراسة واختبار فرضياتها بالإعتماد على اسلوب تحليل الإنحدار المتعدد. وتوصلت الدراسة الى عدة نتائج أهمها: وجود أثر ايجابي لكل من الإحتفاظ بالنقدية، والرافعه الماليه، وتوزيع الأرباح على القيمة السوقية، وفيما يتعلق بمتغير حجم الشركة ورأس المال العامل فلم ترصد الدراسة وجود

اي اثر لهما على القيمة السوقية للشركة. وبذلك خرجت الدراسة بعدة توصيات منها: حث الشركات الأردنية على ايجاد ادارة ذات كفاءة عالية تمكنهم من الاحتفاظ بالنقد بمستويات مثلى لما لذلك من أثر واضح على قيمة الشركة.

6. دراسة (العبادسة، 2021) بعنوان: "أثر التوزيعات النقدية على المرونة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة للشركات المدرجة في بورصة فلسطين".

هدفت الدراسة الى قياس أثر التوزيعات النقدية على المرونة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، واستخدام الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، وتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين من الفترة (2015-2019)، والتي بلغ عددها (32) شركة، وتمثلت العينة في (18) شركة، وتم الاستعانة بالقوائم المالية المنشورة للشركات، وتم استخدام نماذج الانحدار الخطي لاختبار رضيات الدراسة بوجود كل من حجم الشركة والرافعه المالية كمتغيرات ضابطة، وتوصلت الدراسة الى وجود أثر للتوزيعات النقدية على كلاً من المرونة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة، كما أظهرت النتائج أن نسبة التوزيعات النقدية في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين تعتبر منخفضة بشكل عام حيث بلغ متوسط نسبة التوزيعات للشركات 4.5%.

7. دراسة (أبو كويك، 2021) بعنوان: "أثر الإفصاح غير المالي على العلاقة بين التوزيعات النقدية والقيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين - دراسة تطبيقية"

هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر الإفصاح غير المالي على العلاقة بين التوزيعات النقدية والقيمة السوقية للشركات المدرجة أسهمها في بورصة فلسطين في الفترة ما بين (2014-2019)، واعتمدت الباحثة على المنهج الوصفي التحليلي؛ والبيانات المستخرجة من التقارير السنوية لمجتمع الدراسة المكون من (12) شركة مقسمة إلى قطاعين؛ قطاع البنوك وقطاع التأمين، وتوصلت الدراسة إلى التزام الشركات بقطاع البنوك بالإفصاح غير المالي خلال فترة الدراسة بمعدل 75%، مقابل 69 % نسبة التزام شركات قطاع التأمين، وتوصلت إلى أن التوزيعات النقدية لدى الشركات محل الدراسة غير مستقرة ومتذبذبة بشكل كبير، حيث يمثل قطاع التأمين صاحب أكبر معدل توزيعات نقدية مقارنة بقطاع البنوك، كما وأظهرت النتائج أن القيمة السوقية لأسهم قطاع البنوك هي الأعلى مقارنة بقطاع التأمين؛ إذ ازدت قيمتها أكثر من النصف من عام 2014 - 2019 بالنسبة لمعظم شركات محل الدراسة، ولم تظهر النتائج وجود أي علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات النقدية والقيمة السوقية للشركات محل الدراسة في ظل غياب الإفصاح غير المالي في حين أن العلاقة أصبحت موجبة ودالة إحصائياً بين التوزيعات النقدية والقيمة السوقية بوجود متغير الإفصاح غير المالي.

8. دراسة (العامري، 2018) بعنوان: "المرونة المالية وانعكاساتها في تحقيق التعافي المالي - دراسة

تحليلية في عينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"

هدفت الدراسة الى التعريف بالمرونة الماليه في المصارف وممارساتها للوصول الى التعافي المالي بعد التعرض للمخاطر الماليه ومدى تأثيرها من خلال مؤشرات مضاعف حق الملكية، الديون الى حق الملكية، الرصيد النقدي، السيولة القانونية (كمتغير مستقل) في التعافي المالي المتغير التابع والتعرف على لمواجهة المخاطر، وما المدى الذي يمكن فيه تطبيق مؤشرات المرونة الماليه في المصارف؟ وما مستوى العلاقة الماليه بين متغيرات الدراسة وطبيعتها؟، حيث طبقت الدراسة على عينة مكونة من (10) مصارف مستخدمة البيانات الماليه المنشورة على الموقع الالكتروني لسوق العراق للأوراق الماليه، وللفترة الزمنية من (2005-2015) وقد سعت الدراسة لاختبار فرضياتها الرئيسيه الثلاث والمتعلقة بعلاقات الارتباط والاثر بين متغيراتها وتشخيص مستوى ودور كل من المرونة الماليه والتعافي في المصارف التجارية عينة الدراسة، تحديد الآليات والممارسات التي ترتكز عليها متغيرات الدراسة، مع بيان الصعوبات والتحديات التي تواجه العاملين عند تطبيقها وماهي سبل معالجتها وتحقيقها. ولأجل معالجة البيانات تم استخدام العديد من المؤشرات الماليه والاساليب الإحصائية، وتوصلت الدراسة الى انه يتوجب على المصارف زيادة الاهتمام بنشر الوعي المصرفي للزبائن عن طريق الدعاية والاعلان، وان تمتلك المصارف موجودات سائلة لحلها الأزمات التي تتعرض لها بصورة مفاجئة للحفاظ على مكانتها في السوق.

9. دراسة (بودرومة، 2018) بعنوان: "تأثير تخطيط ضريبة الدخل على قيمة الشركة"

هدفت الدراسة الى التعرف على طبيعة العلاقة بين التخطيط الضريبي وقيمة المؤسسة، والتعرف على الاثار

النتيجة عن التخطيط الضريبي في المؤسسات محل الدراسة، وقياس مدى قدرة التخطيط الضريبي على تحقيق وفورات مالية للشركات، وتم الاعتماد على المنهج الاستنباطي من خلال أسلوب الوصف والتحليل في الجانب النظري ومن خلال انحدار البائل (البيانات المقطعية الزمنية)، وتكونت عينة الدراسة من شركات بمدينة سكيدة وهي (المؤسسة المينائية، مؤسسة بريميكس الشرق، مؤسسة قصر القهوة، مؤسسة حجار السود، مؤسسة الغذائية للعصائر والمصبرات، مؤسسة البيضاء روسيكادية)، خلال المدة الزمنية الممتدة من "2011-2017"، وتوصلت الدراسة الى عدم وجود علاقة بين التخطيط الضريبي وقيمة الشركة في العينة محل الدراسة.

2.3.2 الدراسات الأجنبية:

1. دراسة (Hao, et al., 2022) بعنوان:

“Research on the effect of enterprise financial flexibility on sustainable innovation”

هدفت الدراسة الى التعرف على تأثير المرونة المالية للمؤسسة في نموذج الابتكار المستدام باستخدام البيانات الدقيقة للشركات غير المالية في سوق الأسهم في الصين من 2007 إلى 2019. من خلال تحليل تجريبي لآلية تأثير المرونة المالية للمؤسسة على الابتكار، والبحث هذه الدراسة في تغير معامل التأثير السلبي لقيود تمويل المؤسسة على الابتكار المستدام الناجم عن التقلبات في عدم اليقين في السياسة الاقتصادية وتسجيل القيمة الحدية لمؤشر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية، وأظهرت النتائج أن ارتفاع

حالة عدم اليقين بشأن السياسة له تأثير سلبي على ابتكار المؤسسة، ويمكن للمؤسسات تعديل احتياطيها المالي المرن بنشاط للحصول على تأثير تكيفي تحت تأثير عدم اليقين في السياسة، وتشير أيضاً إلى تأثير حد متزامن يعتمد على عدم اليقين في السياسة الاقتصادية في نموذج قيود تمويل المؤسسة والابتكار المستدام.

2. دراسة (Bisoyi, et al., 2022) بعنوان:

“Factors Affecting Financial Flexibility of Central Public-Sector Enterprises”

هدفت الدراسة الى التعرف على العلاقة بين المرونة المالية وكفاءة الاستثمار لمنشآت القطاع العام المركزي، واستخدم الباحثون بيانات المنشآت لمدة للفترة (2006-2017)، وظهرت النتائج أن الشركات المالية المرنة يمكنها تقليل الاستثمار دون المستوى الأمثل عن طريق زيادة الاستثمارات مقارنة بالشركات غير المرنة وزيادة كفاءة الاستثمار وتولد الشركات المرنة مالياً قوة إضافية لاقتراض التمويل الخارجي من خلال إظهار علاقة إيجابية كبيرة مع الرافعه المالية الحالية والمتوقعة، ويمكن استخدام المرونة المالية لاستغلال المشاريع المربحة وتقليل نقص الاستثمار أو الاستثمار المفرط الذي يتبعه فعالية الاستثمار.

3. دراسة (Al-Slehat, 2019) بعنوان:

“The impact of the financial flexibility on the performance: An empirical study on a sample of Jordanian services sector firms in period (2010–2017)”

هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر المرونة المالية على الأداء على عينة من شركات قطاع الخدمات الأردني للفترة 2010-2017، واستخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي على عينة مكونة من 18 شركة أردنية مقيدة في بورصة عمان، وتم استخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد لفحص فرضيات الدراسة. وكشفت الدراسة عن وجود تأثير للمرونة المالية على أداء شركات قطاع الخدمات الأردني، أوصت الدراسة بإيلاء اهتمام متزايد لمؤشرات المرونة المالية من خلال ربطها بالأداء لتحقيق ميزة تنافسية يمكن أن تنعكس في وجود الشركات وتطورها واستمراريتها.

4. دراسة (Asante-Darko, et al., 2018) بعنوان:

“Governance Structure, Cash Holdings and Firm Value on the Ghana Stock Exchange”

سعت الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين ممارسات حوكمة الشركات وهيكل الملكية، والإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، وتضمنت الدراسة بيانات الفترة الممتدة بين (2010-2014)، كما استخدمت بيانات ثانوية تخص النتائج المالية ومعلومات السوق المتعلقة بالشركات المختارة، اعتمدت الدراسة على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية كوسيلة تحليلية للشركات، كما اعتمدت على مؤشر (Tobin's Q) لإيجاد قيمة الشركة. توصلت هذه الدراسة إلى عدم وجود أي علاقة إحصائية بين كل من: حجم مجلس الإدارة وقيمة الشركة، ونسبة الأعضاء التنفيذيين في مجلس الإدارة وقيمة الشركة. أما الشركات التي تم تدقيقها من خلال شركات التدقيق الكبرى

كان تقييمها بمستوى أعلى من قبل هيئة سوق رأس المال، إضافة الى أن الإحتفاظ بالنقد يؤثر سلباً على اداء الشركات، واخيرا وجود علاقة موجبة بين ممتلكات الشركة النقدية وقيمة تلك الشركة. وبناء على ما ورد، اوصت الدراسة ضرورة مراجعة المدراء هكيلية الإدارة بما يتماشى مع توقعات المستثمرين، وضرورة استكشاف الدراسات المستقبلية أشكال مختلفة من هياكل الملكية مثل تركيز الملكية، والملكية العائلية، وملكية الدولة، والملكية المؤسسية، وملكية الأسهم الأجنبية.

5. دراسة (Cherkasova & Kuzmin, 2018) بعنوان:

“Financial flexibility as an investment efficiency factor in Asian companies”

هدفت الدراسة الى التعرف على تأثير المرونة الماليه للشركة على فاعلية استثماراتها، حيث تم احتساب عدد الشركات التي تتمتع بالمرونة الماليه بتطبيق طريقة سعة الديون الاحتياطية، يحدد البحث تأثير المرونة الماليه على النشاط الاستثماري وعلى مستوى الاستثمارات دون المستوى الأمثل، وتم جمع البيانات من 1736 شركة في منطقة آسيا، خلال الفترة 2005-2015، وأظهرت النتائج أن الشركات التي تتمتع بالمرونة الماليه تنفق أكثر على إنفاقها الاستثماري وتنفذ سياسات استثمارية أكثر فاعلية من خلال تقليل مستوى الاستثمار المفرط والقيود، وتساعد المرونة الماليه الشركات على القيام باستثمارات فعالة خلال فترة الأزمة، ولكن لم يلاحظ الفرق في المرونة بين البلدان المتقدمة والبلدان النامية وبين الشركات الكبيرة والصغيرة.

3.3.2 ملخص الدراسات السابقة:

عنوان الدراسة	هدف الدراسة	منهج الدراسة	أهم النتائج
(منصور وآخرون، 2022) العراق: تأثير المرونة الماليه في قيمة الشركات - دراسة تطبيقية لقطاع المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق الماليه.	التعرف على مدى تأثير المرونة الماليه في قيمة المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق الماليه	المنهج الوصفي التحليلي	أظهرت النتائج أن قدرة المصارف المبحوثة على مواجهة الصدمات الخارجية وتحقيق مستويات مقبولة بالاحتفاظ بالسيولة واتباع سياسة رفع مالي معتدلة جاء نتيجة اعتمادها على سياسة مالية مرنة جعلتها أفضل من المصارف الأخرى
(السعيد وشاكر، 2022) العراق: المرونة الماليه وأثر معدل النمو المستدام في تعزيزها - دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق الماليه.	اختبار تأثير معدل النمو المستدام في تعزيز المرونة الماليه للشركات الصناعية المساهمة في سوق العراق للأوراق الماليه		أن هناك اربعة شركات حققت معدل نمو مستدام اعلى من المعدل القطاعي وذلك بسبب قدرتها على سداد الديون اعلى من الشركات الأخرى
(أبو الخير، 2022) مصر: أثر هيكل الملكية والمرونة الماليه على القيمة الاقتصادية المضافة.	قياس الأداء المالي للشركات المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة "2014-2018"	منهج السلاسل الزمنية المقطعية	وجود علاقة لهيكل الملكية على المرونة الماليه والقيمة الاقتصادية المضافة.
(بوغنامة ويوسفي، 2022) الجزائر: أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الإقتصادية - دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40.	معرفة تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة.	المنهج التحليلي	توجد علاقة طردية بين متغير الربح الموزع للسهم وبين القيمة السوقية للمؤسسة، وتوجد علاقة

طردية لمتغير ربحية السهم على القيمة السوقية للمؤسسة، وأن العلاقة بين الربح الموزع للسهم والقيمة الدفترية للسهم معنوية وذات تأثير إيجابي، كذلك العلاقة بين ربحية السهم والقيمة الدفترية للسهم معنوية وذات تأثير إيجابي.			
وجود أثر ايجابي لكل من الإحتفاظ بالنقدية، والرافعه الماليه، وتوزيع الأرباح على القيمة السوقية، وفيما يتعلق بمتغير حجم الشركة ورأس المال العامل فلم ترصد الدراسة وجود اي اثر لهما على القيمة السوقية للشركة	المنهج الكمي	بيان أثر الإحتفاظ بالنقدية ورأس المال العامل على القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق الماليه	(الكسراوي وآخرون، 2021) الأردن: الإحتفاظ بالنقدية وإدارة رأس المال العامل وأثرهما على قيمة الشركة.
وجود أثر للتوزيعات النقدية على كلاً من المرونه الماليه والقيمة الاقتصادية المضافة	المنهج الوصفي التحليلي	قياس أثر التوزيعات النقدية على المرونه الماليه والقيمة الاقتصادية المضافة للشركات المدرجة في بورصة فلسطين	(العبادسة، 2021) فلسطين: أثر التوزيعات النقدية على المرونه الماليه والقيمة الاقتصادية المضافة للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
أن التوزيعات النقدية لدى الشركات محل الدراسة غير مستقرة ومتذبذبة بشكل كبير، حيث يمثل قطاع التأمين صاحب أكبر معدل توزيعات نقدية مقارنة بقطاع البنوك،	المنهج الوصفي التحليلي	التعرف على أثر الإفصاح غير المالي على العلاقة بين التوزيعات النقدية والقيمة السوقية للشركات المدرجة	(أبو كويك، 2021) فلسطين: أثر الإفصاح غير المالي على العلاقة بين التوزيعات النقدية والقيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين - دراسة تطبيقية.

كما وأظهرت النتائج أن القيمة السوقية لأسهم قطاع البنوك هي الأعلى مقارنة بقطاع التأمين.		أسهمها في بورصة فلسطين في الفترة ما بين (2014-2019)	
يتوجب على المصارف زيادة الاهتمام بنشر الوعي المصرفي للزبائن عن طريق الدعاية والاعلان، وان تمتلك المصارف موجودات سائلة لحلها الأزمات التي تتعرض لها بصورة مفاجئة للحفاظ على مكانتها في السوق		التعريف بالمرونة المالية في المصارف وممارساتها للوصول الى التعافي المالي بعد التعرض للمخاطر المالية ومدى تأثيرها	(العامري، 2018) العراق: المرونة المالية وانعكاساتها في تحقيق التعافي المالي - دراسة تحليلية في عينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.
لا يوجد علاقة بين التخطيط الضريبي وقيمة الشركة في العينة محل الدراسة	المنهج الاستنباطي	التعرف على طبيعة العلاقة بين التخطيط الضريبي وقيمة المؤسسة	(بودرومة، 2018) الجزائر: تأثير تخطيط ضريبة الدخل على قيمة الشركة.
أن ارتفاع حالة عدم اليقين بشأن السياسة له تأثير سلبي على ابتكار المؤسسة	النموذج الاقتصادي القياسي	التعرف على تأثير المرونة المالية للمؤسسة في نموذج الابتكار المستدام	(Hao, et al., 2022) China: Research on the effect of enterprise financial flexibility on sustainable innovation
أن الشركات المالية المرنة يمكنها تقليل الاستثمار دون المستوى الأمثل عن طريق زيادة الاستثمارات		التعرف على العلاقة بين المرونة المالية وكفاءة الاستثمار لمنشآت القطاع العام المركزي	(Bisoyi, et al., 2022) India: Factors Affecting Financial Flexibility of Central Public-Sector Enterprises
وجود تأثير للمرونة المالية على أداء شركات قطاع الخدمات الأردني	المنهج الوصفي التحليلي	التعرف على أثر المرونة المالية على الأداء	(Al-Slehat, 2019) Jordan: The impact of the financial flexibility on the performance: An empirical study on a sam-ple of Jordanian

			services sector firms in period (2010–2017)”
وجود علاقة موجبة بين ممتلكات الشركة النقدية وقيمة تلك الشركة، وأن الإحتفاظ بالنقد يؤثر سلباً على اداء الشركات.	منهجية الإنحدار المتعدد	ايجاد العلاقة بين ممارسات حوكمة الشركات وهيكل الملكية، والإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة	(Asante-Darko, et al., 2018) Ghana: Governance Structure, Cash Holdings and Firm Value on the Ghana Stock Exchange
أن الشركات التي تتمتع بالمرونة الماليه تتفق أكثر على إنفاقها الاستثماري وتنفذ سياسات استثمارية أكثر فاعلية	المنهجية الديناميكية (the dynamic generalized method of moments (methodology	الى التعرف على تأثير المرونة الماليه للشركة على فاعلية استثماراتها	(Cherkasova and Kuzmin, 2018) Russian Federation: Financial flexibility as an investment efficiency factor in Asian companies

4.3.2 التعليق على الدراسات السابقة:

ترى الباحثة تعدد متغيرات قياس المرونة الماليه وتأثيرها على قيمة الشركة، إلا أن محور المرونة الماليه بشكل عام كان له تأثير ايجابي واضح على قيمة الشركة، على الرغم من تنوع الدول التي تمت فيها تلك الدراسات، كما في دراسة (منصور وآخرون، 2022 في دولة العراق؛ الكسراوي وآخرون، 2021 في الأردن؛ أبو كويك، 2021 فلسطين؛ Al-Slehat, 2019 الأردن؛ Asante-Darko, et al., 2018 في دولة غانا؛ Cherkasova and Kuzmin, 2018 في روسيا). كما وأظهرت الدراسات السابقة اهتمامها بمقياس المرونة الماليه، فقد اتفق الباحثون على استخدام المرونة الماليه كمقياس ففي دراسة (Cherkasova and Kuzmin, 2018) استخدم الرافعه الماليه والإنفاق الاستثماري والقدرة الفائضة على الديون والاستثمار دون المستوى الأمثل للتعبير عن المرونة الماليه، كذلك في دراسة (Hao, et al., 2022) التي تم اجرائها في جمهورية

الصين، فقد اعتمد الباحثون على مجموع المرونة النقدية ومرونة الالتزامات (Sum of cash flexibility and liability flexibility) للتعبير عن مفهوم المرونة الماليه، أما في دراسة (الكسراوي وآخرون، 2021) فقد استخدمت الدراسة كل من الإحتفاظ بالنقدية، ورأس المال العامل، والرافعه الماليه، وقرار توزيعات الأرباح كمتغيرات تعبر عن المرونة الماليه.

5.3.2 ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة:

بعد استعراض الدراسات السابقة، تعتقد الباحثة أن ما يميز هذه الدراسة هو التركيز على معالجتها لموضوع ذا أهمية لكل من الشركات الفلسطينية والأردنية، من خلال ايجاد أثر المرونة الماليه على قيمة الشركة، كما تتبع أهمية الدراسة بأنها أحدث الدراسات التي تناولت موضوع المرونة المعبر عنه بمقياس نسبة الإحتفاظ بالنقدية، نسبة الرافعه الماليه، نسبة توزيعات الأرباح، نسبة التدفقات النقدية.

كما وتستمد الدراسة ميزتها بأنها جمعت بين الشركات الفلسطينية والأردنية على خلاف الدراسات السابقة، والتي اقتصر في تطبيقها على دولة واحدة كما في دراسة (منصور وآخرون، 2022؛ السعيد وشاكر، 2022؛ أبو الخير، 2022؛ الكسراوي وآخرون، 2021؛ العبادسة، 2021؛ أبو كويك، 2021؛ العامري، 2018؛ بودرومة، 2018) وأيضا الدراسات الأجنبية كما في دراسة (Hao, et al., 2022; Bisoyi, et al., 2022; Al-Slehat, 2019; Asante-Darko, et al., 2018; Cherkasova & Kuzmin, 2018).

الفصل الثالث

إجراءات الدراسة ومنهجيتها

1.3 مقدمة

يتضمن هذا الفصل تحديداً للمنهج المتبع في الدراسة لتحقيق هدفها المتعلق بدراسة أثر المرونة الماليه على قيمة الشركة، مجتمع وعينة الدراسة، مصادر جمع البيانات والأساليب الإحصائية التي تم استخدامها لاختبار فرضية الدراسة الرئيسية والفرضيات الاربعة الفرعية المنبثقة منها.

2.3 منهج الدراسة

أُعتد منهج التحليل الكمي في هذه الدراسة كمنهجاً وفقاً لهدفها، بدءاً من تحليل المتغيرات المدروسة وصفيًا باحتساب المتوسط الحسابي والانحراف المعياري لوصف سلوكها بشكل عام وفي بورصة الاردن وفلسطين كل على حدة، من ثم تحليل أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع للإجابة عن فرضيات الدراسة.

3.3 مجتمع الدراسة

تم تطبيق هذه الدراسة على شركات قطاع الصناعة والخدمات في بورصتي الأردن وفلسطين خلال الفترة الدراسة (2018-2022) والتي تمثل (81) شركة وفقا لسجلات السوق المالي الأردني والفلسطيني بواقع (59) و(22) شركة في بورصة الأردن وفلسطين على التوالي، بحيث تضمن قطاع الخدمات (31) شركة منها (21) شركة في بورصة الأردن و(10) شركة في بورصة فلسطين، بينما تضمن قطاع الصناعة (50) شركة توزعت بواقع (38) و(12) على بورصتي الأردن وفلسطين على التوالي والجدول (1.3) يوضح مجتمع الدراسة على البورصتين.

جدول رقم (1.3): التوزيع النسبي لمجتمع الدراسة على بورصتي الأردن وفلسطين وفقا للقطاعات

مجتمع الدراسة		قطاع عمل الشركات				
		صناعة		خدمات		
النسبة	عدد	النسبة	عدد	النسبة	عدد	
27.2	22	24	12	32.3	10	بورصة فلسطين
72.8	59	76	38	67.7	21	بورصة الأردن
100	81	100	50	100	31	المجموع

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على سجلات السوق المالي الفلسطيني والأردني

4.3 عينة الدراسة

تبين في البند السابق حجم مجتمع الدراسة الكلي وتوزيع الشركات على بورصتي الأردن وفلسطين وعلى القطاعين اللذان تم تطبيق الدراسة عليهما، وفي هذا البند سيتم حساب حجم العينة اللازم لإجراء هذه الدراسة مع الأخذ بالاعتبار توزيع هذه العينة على البورصتين وعلى القطاعين اللذان شملتهما الدراسة لتمثيل المجتمع تمثيلاً دقيقاً، وسيتم حسابها من خلال استخدام معادلة ستيفن تمسون (Stephen Thompson) التالية:

$$n = \frac{N \times p(1 - p)}{[N - 1 \times (d^2 \div z^2)] + p(1 - p)} \quad (\text{Thompson, 2012})$$

وفقاً لمعطيات الدراسة والممثلة بحجم المجتمع الكلي (N=81)، وللمعطيات الإحصائية الخاصة بتطبيق المعادلة والممثلة بالدرجة المعيارية (z=1.96)، نسبة الخطأ (d=0.05) والقيمة الاحتمالية (P=0.50)، تبين أن حجم العينة المناسب لإجراء هذه الدراسة (67) شركة كما هو موضح في المعادلة أدناه.

$$n = \frac{81 \times 0.5 (1 - 0.5)}{[80 \times (0.05^2 \div 1.96^2)] + 0.5 (1 - 0.5)} = 67.04$$

بالاعتماد على الأسس العلمية في عملية اختيار العينة المناسبة للمجتمع المستهدف، اعتمدت العينة الطبقية (Stratified Sample) في هذه الدراسة والتي تمثل أسلوب من أساليب اختيار العينات الاحتمالية (Probability Samples)، بحيث طُبقت عملية اختيار العينة على مرحلتين، الأولى خاصة بتقسيم مجتمع

الدراسة الى طبقتين هما بورصة الأردن وبورصة فلسطين، والثانية خاصة بتقسيم كل بورصة الى طبقتين تمثل كل منهما قطاع، إحداهما للخدماتي والأخرى للصناعي، فيما بعد سيتم اختيار الشركات عشوائيا في كل طبقة وتناسبيا بنسبة تناسب مع حجم هذه الطبقة في المجتمع الأصلي والجدول (2.3) يوضح التوزيع النسبي لطبقات مجتمع وعينة الدراسة في المرحلة الأولى، والذي يوضح حجم اللازم للعينة من كلا البورصتين.

جدول رقم (2.3): التوزيع النسبي لمجتمع وعينة الدراسة في المرحلة الأولى من اختيار العينة

البورصة	مجتمع الدراسة		عينة الدراسة	
	عدد	النسبة	عدد	النسبة
الأردنية	59	72.8	49	73.1
الفلسطينية	22	27.2	18	26.9
المجموع	81	100	67	100

الجدول (3.3) يوضح المرحلة الثانية من عملية اختيار الحجم المناسب واللازم لإتمام الدراسة من كلا القطاعين في كل بورصة، كما ويوضح العدد الفعلي لحجم العينة الذي طبقت عليه الدراسة، فنلاحظ من خلال الجدول أن العدد الفعلي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين قد بلغ (17) شركة، بينما العدد الفعلي للشركات المدرجة في البورصة الأردنية قد بلغ (46) شركة، حيث تم استثناء شركة واحدة صناعية من الشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية، بينما تم استثناء شركة واحدة خدماتية واثنين صناعية من

الشركات المدرجة في البورصة الأردنية لعد اكتمال بيانات كل منها (اطّلع على الملحق 1-أ و 1-ب والذان يتضمنان أسماء ورموز وعملة الشركات التي شملتها الدراسة والشركات التي تم استثنائها).

جدول رقم (3.3): التوزيع النسبي لعينة الدراسة اللازمة والفعلية في المرحلة الثانية من اختيار العينة

العينة اللازمة وفقا لقطاع عمل الشركات		العينة الفعلية وفقا لقطاع عمل الشركات		بورصة فلسطين		بورصة الأردن		
عدد	النسبة	عدد	النسبة	عدد	النسبة	عدد	النسبة	
8	44.4	17	34.7	8	50	16	34.8	خدمات
10	55.6	32	65.3	9	50	30	65.2	صناعة
18	100	49	100	17	100	46	100	المجموع

5.3 متغيرات الدراسة

وفقا لهدف هذه الدراسة المتعلق بتحديد أثر المرونة الماليه على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الأردن وفلسطين وطبيعة هذا الأثر، يتضمن هذا الفصل تحديدا لمتغيرات الدراسة المستقلة والتابعة والية قياس كل منها، إضافة تحليل بيانات هذه المتغيرات وصفا لتحليل سلوكها عبر الأعوام التي تضمنتها الدراسة.

1.5.3 المتغيرات المستقلة:

اعتمدت الدراسة المرونة الماليه كمتغير مستقل مقياس من خلال أربعة مؤشرات تضمنت نسبة الاحتفاظ بالنقدية، نسبة الرافعه الماليه، نسبة توزيعات الأرباح ونسبة التدفقات النقدية وجميعها تمثل متغيرات مستقلة، وسيتم تناولها على التوالي.

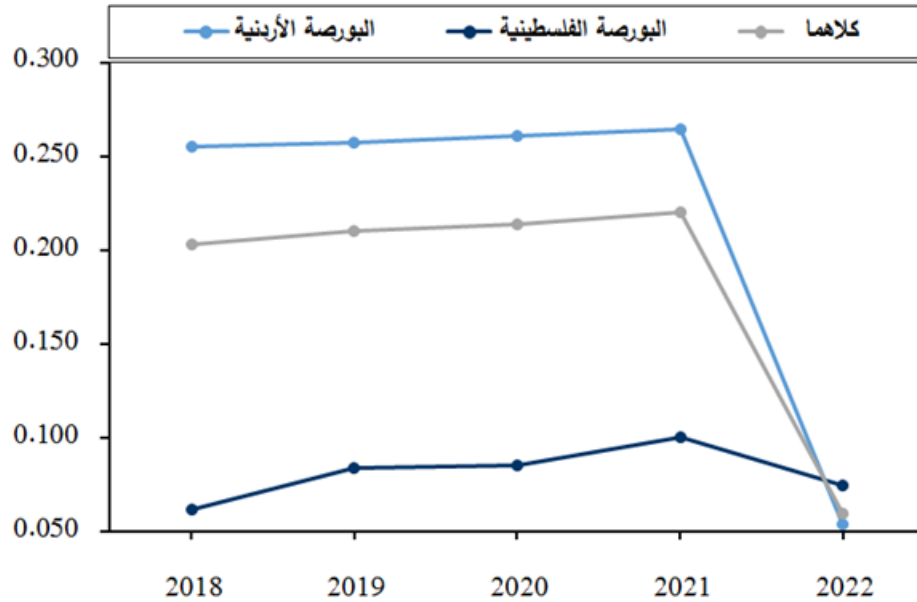
1. نسبة الاحتفاظ بالنقدية

وهي النقدية وما في حكمها (شبيطة، 2020) وتحسب هذه النسبة وفقا للعلاقة أدناه.

$$\text{نسبة الاحتفاظ بالنقدية} = \frac{\text{النقدية وما في حكمها}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

الشكل البياني (1.3) يبين الاختلاف بين بورصة الاردنية والفلسطينية فيما يتعلق بنسبة الاحتفاظ بالنقدية ويتبين من خلال ذلك الشكل تزايد في نسبة الاحتفاظ بالنقدية على طوال الأعوام التي شملتها هذه الدراسة حتى عام 2022 الذي تناقصت فيه هذه النسبة في كلا البورصتين. من ناحية أخرى فإن الوسط الحسابي لنسبة الاحتفاظ بالنقدية في بورصة الأردن أعلى منها في بورصة فلسطين حتى بداية العام 2022 بفارق تراوح بين (16.4%) و(19.3%)، ثم انعكس الحال في عام 2022 ليتجاوز الوسط الحسابي لنسبة الاحتفاظ بالنقدية في البورصة الفلسطينية تلك النسبة في البورصة الأردنية بفارق (2.1%)، وان ذلك الوسط الحسابي لنسبة الاحتفاظ بالنقدية في البورصة الأردنية قد تناقص تقريبا بمقدار (21%) بالمقارنة بالعام 2021.

الشكل البياني (1.3): الوسط الحسابي لنسبة الاحتفاظ بالنقدية للشركات المدروسة خلال الفترة (2022-2018)



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج التحليل الوصفي المرفقة في ملحق (2-أ)

2. نسبة الرافعة المالية

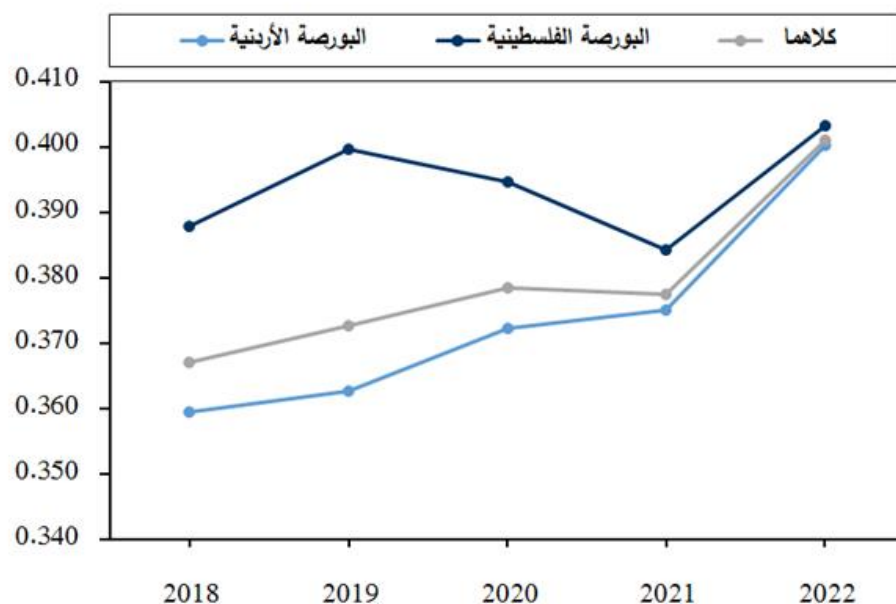
تعرف الرافعة المالية على انها النسبة بين مجموع الديون ومجموع الموجودات أو القيمة الإجمالية

للمؤسسة (حقي، 2018)، وتحسب هذه النسبة من خلال العلاقة أدناه:

$$\text{نسبة الرافعة المالية} = \frac{\text{مجموع الالتزامات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

الشكل البياني (2.3) يبين الاختلاف بين البورصة الأردنية والفلسطينية فيما يتعلق بنسبة الرافعه الماليه ويتبين من خلال ذلك الشكل تزايد في نسبة الرافعه الماليه على طوال الأعوام التي شملتها هذه الدراسة، لكن التزايد الواضح في هذه النسبة كان في عام 2022 لكلا البورصتين، حيث بلغ الوسط الحسابي لنسبة الرافعه الماليه (40.02%) و(40.33%) في شركات البورصة الأردنية والفلسطينية على التوالي في هذا العام، وبمقارنة البورصتين فيما بينهما نجد أن نسبة الرافعه الماليه في بورصة الأردن أعلى منها في بورصة فلسطين، إذ بدأ هذا الفارق بينهما في بداية الفترة والذي بلغ (2.83%) عام 2018 بالتلاشي حتى وصل في عام 2022 الى (0.31%).

الشكل البياني (2.3): الوسط الحسابي لنسبة الرافعة المالية للشركات المدروسة خلال الفترة (2018-2022)



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج التحليل الوصفي المرفقة في ملحق (2-أ)

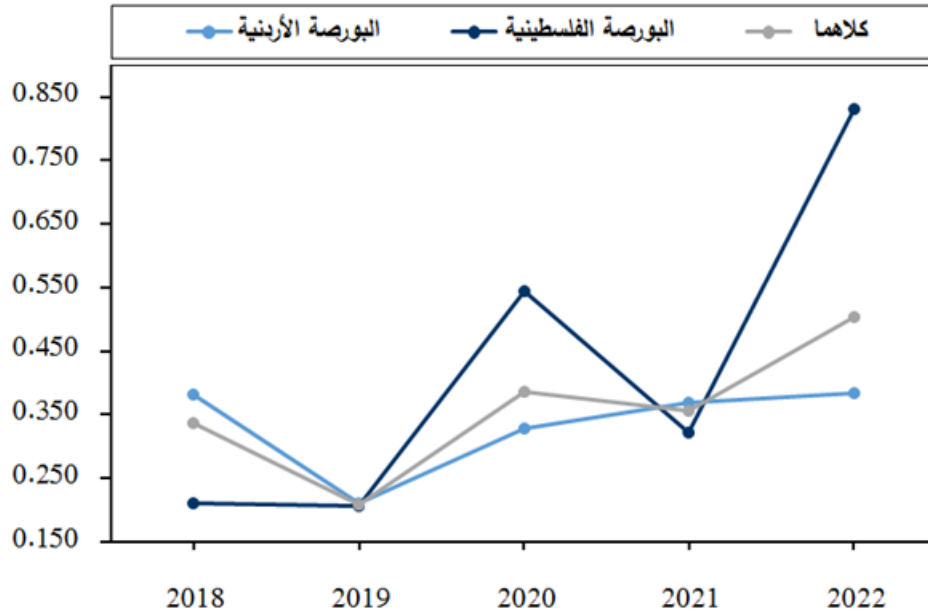
3. نسبة توزيعات الأرباح

تعرف عملية توزيعات الأرباح بأنها الأسلوب الذي تتبعه الشركة في إدارة أرباحها، (عبد الله و بوبكر، 2022)، وتحسب هذه النسبة من خلال العلاقة أدناه:

$$\text{نسبة توزيعات الأرباح} = \frac{\text{الأرباح الموزعة}}{\text{صافي الدخل}}$$

الشكل البياني (3.3) يبين الاختلاف بين البورصة الاردنية والفلسطينية فيما يتعلق بنسبة توزيعات الأرباح ويتبين من خلال ذلك الشكل أن التطورات والتغيرات في نسبة توزيعات الأرباح في كل من البورصة الاردنية والفلسطينية مختلفة نوعا ما، بحيث يتبين تناقص في هذه النسبة في عام 2019 مقارنة بالعام 2018 في كلا البورصتين، من ثم تزايد متواصل في هذه النسبة في البورصة الفلسطينية حتى نهاية الفترة، في حين تغير سلوك هذه النسبة بالبورصة الأردنية تزايد في عام 2019 وتناقص يليه تزايد في عامي 2020 و 2021 على التوالي. من ناحية أخرى يتبين أن الفارق في نسبة توزيعات الأرباح بين البورصة الاردنية والفلسطينية قد وُجد في عام 2022 والمقدر بفارق (44.8%)، كما يتبين أن نسبة توزيعات الأرباح في كلا البورصتين كانت الأقل في عام 2019 بوسط حسابي لهذه النسبة بلغ (21%) و(20.7%) لشركات البورصة الأردنية والفلسطينية على التوالي.

الشكل البياني (3.3): الوسط الحسابي لنسبة توزيعات الأرباح للشركات المدروسة خلال الفترة (2018-2022)



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج التحليل الوصفي المرفقة في ملحق (2-أ)

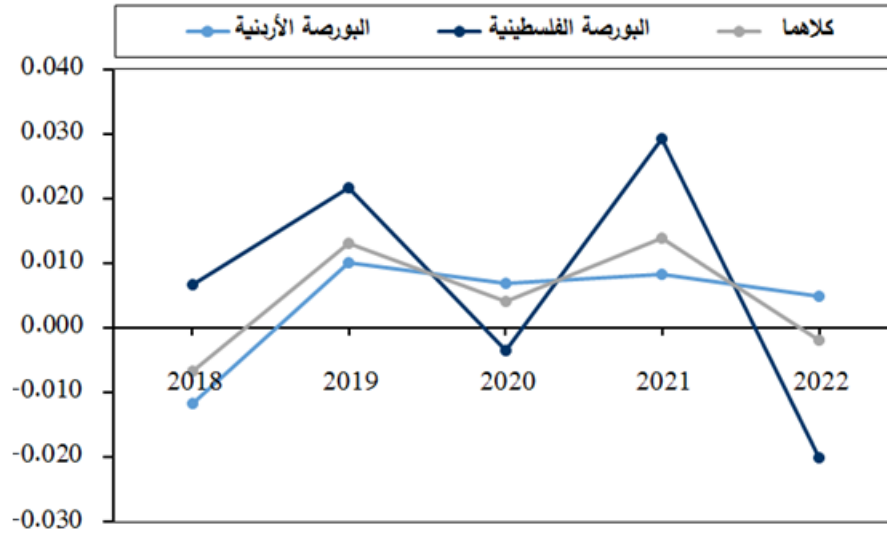
4. نسبة التدفقات النقدية

تعرف قائمة التدفقات النقدية بالتدفقات الخارجة والداخلية من وإلى الشركة، كما تبين طريقة الحصول على النقد وأوجه صرفه والذي يقاس بشكل نقدي وكمي، وتدخل تلك العمليات ضمن إطار علوم المحاسبة والتي يقوم عليها بشكل اساسي (جريوي، 2013)، وتحسب هذه النسبة من خلال العلاقة أدناه:

$$\text{نسبة التدفقات النقدية} = \frac{\text{التدفقات النقدية قبل الفوائد والضرائب}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

الشكل البياني (4.3) يبين الاختلاف بين البورصة الاردنية والفلسطينية فيما يتعلق بنسبة التدفقات النقدية ويتبين من خلال ذلك الشكل أن التطورات والتغيرات في نسبة التدفقات النقدية في كل من البورصة الاردنية والفلسطينية مختلفة نوعا ما، بحيث يتبين تزايد في هذه النسبة في عام 2019 مقارنة بالعام 2018 في كلا البورصتين، من ثم تناقص في عام 2020 وتزايد يليه تناقص في عامي 2021 و2022 على التوالي. من ناحية أخرى يتبين أن الفارق في نسبة التدفقات النقدية بين البورصة الاردنية والفلسطينية قد وُجد في عام 2021 والمقدر بفارق (3.75%)، كما يتبين أن نسبة التدفقات النقدية الاقل في عام 2018 بوسط حسابي لهذه النسبة بلغ (-1.16%) وفي عام 2022 بوسط حسابي لهذه النسبة بلغ (-0.35%) لشركات البورصة الأردنية والفلسطينية على التوالي.

الشكل البياني (4.3): الوسط الحسابي لنسبة التدفقات النقدية للشركات المدروسة خلال الفترة (2022-2018)



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج التحليل الوصفي المرفقة في ملحق (2-أ)

2.5.3 المتغير التابع:

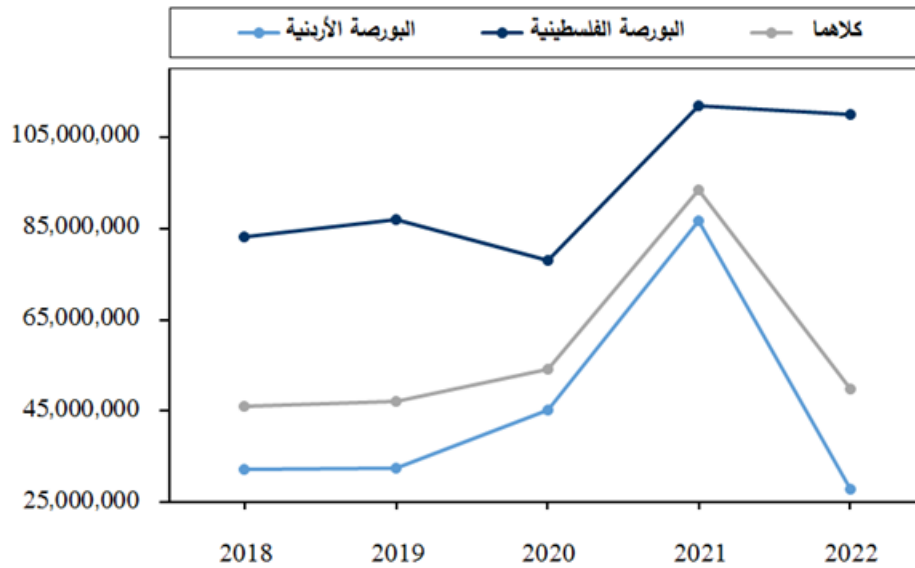
بناء على الهدف الذي تسعى لتحقيقه هذه الدراسة تمثل قيمة الشركة المتغير التابع، وتُعرف قيمة الشركة بقيمة السهم السوقية (فودة، 2019). إذ وتحسب وفقاً للعلاقة أدناه:

$$\text{قيمة الشركة} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم خلال السنة}}{\frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم}}}$$

بحيث أن القيمة السوقية للشركة حسبت من خلال ضرب عدد الأسهم للشركة مع قيمة السهم السوقية في نهاية السنة.

الشكل البياني (5.3) يبين الاختلاف بين البورصة الاردنية والفلسطينية فيما يتعلق بقيمة الشركة ويتبين من خلال ذلك الشكل أن التطورات والتغيرات في قيمة الشركات المدرجة في البورصة الاردنية والفلسطينية متشابهة، بحيث يتبين تزايد في قيمة الشركات منذ بداية الفترة وحتى نهاية عام 2022 بشكل متواصل، من ثم تناقص في عام 2022 في كلا البورصتين. من ناحية أخرى يتبين أن قيمة الشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية أعلى منها في البورصة الأردنية، ويتبين أن الفارق الأعلى في قيمة الشركات بين البورصة الاردنية والفلسطينية كان عام 2022 والمقدر بفارق (50.9) مليون دولار، والفارق الأقل كان في عام 2021 والمقدر بفارق (25.2) مليون دولار.

الشكل البياني (5.3): الوسط الحسابي لقيمة الشركات المدروسة خلال الفترة (2018-2022)



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج التحليل الوصفي المرفقة في ملحق (2-أ)

3.5.3 المتغيرات الضابطة:

مَثَل قطاع عمل الشركة ومكان عمل الشركة المتغيرين الضابطين لتطبيق نموذج الدراسة، تم التعبير عن مكان عمل الشركة بالبورصة التي تنتمي اليها الشركات، إذ شملت الدراسة على (46) شركة تنتمي للبورصة الأردنية، بينما (17) شركة تنتمي للبورصة الفلسطينية، وتم التعبير عن قطاع عمل الشركة بالقطاع التي تنتمي اليه الشركة، حيث شملت الدراسة على (39) شركة تنتمي لقطاع الصناعة و(24) شركة تنتمي لقطاع الخدمات.

6.3 جمع البيانات وأساليب تحليلها

تعتمد طبيعة هذه الدراسة على المصادر الثانوية لجمع بياناتها من خلال التقرير المالي السنوي الخاص بكل شركة من الشركات المستهدفة، وقراءة الأدب السابق الذي تناول المرونة المالية وقيمة الشركة على اختلاف مراجعه.

تألّفت العينة التي صممت لتحقيق الهدف المرجو من هذه الدراسة من (63) شركة جُمعت بياناتها خلال مدة تضمنت 5 سنوات تراوحت ما بين (2018-2022)، ووفقا لطبيعة البيانات التي تم جمعها واختبار الأثر بين المرونة المالية وقيمة الشركة، اعتمدت نماذج تحليل الانحدار الخطية الساكنة والتي تختص باختبار الأثر بين المتغيرات في حال كانت البيانات في طبيعتها سلاسل زمنية مقطعية (Panel Data) والتي تأخذ في

الاعتبار عند دراسة الأثر التغير في الزمن والوحدات المدروسة وهذا ما يميزها عن البيانات المقطعية وبيانات السلاسل الزمنية، فالأولى تُعنى باختبار ذلك الأثر بين الوحدات بينما الثانية تُعنى باختباره عبر الفترة، ويمكن صياغة معادلة الانحدار الخطية الساكنة باعتماد أبعاد المرونة المالية وقيمة الشركة كالتالي:

$$CV_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} CH_{it} + \beta_{2i} L_{it} + \beta_{3i} DP_{it} + \beta_{4i} CF_{it} + \beta_{5i} S_i + \beta_{6i} P_t + \varepsilon_{it} \quad (i = 1, 2, \dots, 62; t = 1, 2, \dots, 5)$$

حيث أن أبعاد المرونة المالية تم تمثيلها بـ CH، L، DP و CF وهي الاحتفاظ بالنقدية، الرافعه الماليه، توزيعات الأرباح والتدفقات النقدية على التوالي، وقيمة الشركة مُثلت بـ CV، في حين أن مُثل مكان وقطاع عمل الشركة بـ P و S على التوالي.

تتضمن نماذج الانحدار الخطية الساكنة ثلاث أنواع هي الآثار العشوائية (Random Effect Model)، الآثار الثابتة (Fixed Effect Model)، والانحدار التجميعي (Pooled Regression Model) تتميز فيما بينها في اختبار الأثر والجدول (4.3) يصف كل منها ويوضح الفرق فيما بينها.

جدول (4.3): مقارنة نماذج الانحدار الساكنة

نماذج الانحدار الساكنة		المقارنة
الانحدار التجميعي	الوصف	دراسة سلوك المتغيرات والأثر فيما بينها عبر الشركات بعيدا عن تأثير الزمن
	الافتراضات	ثبات معاملات الانحدار (β and β_i)، المتوسط الحسابي للخطأ العشوائي (ε) صفرا بينما تباينه σ_ε^2
التأثيرات الثابتة	الوصف	دراسة سلوك المتغيرات والأثر فيما بينها في الشركات بشكل مستقل
	الافتراضات	ثبات معاملات المتغيرات (β_i) لكل الشركات، بينما ثابت الانحدار للنموذج يختلف من شركة لأخرى (β)، المتوسط الحسابي للخطأ العشوائي صفرا بينما تباينه σ_ε^2
التأثيرات العشوائية	الوصف	دراسة سلوك المتغيرات والأثر فيما بينها عبر الشركات وعبر الزمن
	الافتراضات	ثابت الانحدار يعامل كمتغير عشوائي (μ)، الخطأ العشوائي يمثل خطأ النموذج مضافا إليه خطأ المتغير العشوائي ($v_i + \varepsilon_{it}$)، الوسط الحسابي

بعدما تم استعراض نماذج الانحدار الخطية الساكنة الموضحة في الجدول (4.3)، اختيار الأفضل منها لتطبيق نموذج الدراسة يلزم تطبيق اختباري مضاعف لاجرانج (Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test) وهوسمان (Hausman Test) على التوالي، فالأول يُفاضل بين الانحدار التجميعي والتأثيرات الثابتة، بينما يُفاضل الثاني بين التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية، تشير نتيجة اختبار مضاعف لاجرانج الى تطبيق نموذج الانحدار التجميعي لاختبار فرضيات الدراسة إذا كان غير دال إحصائيا، في حين تشير

نتائج اختبار هوسمان ذات الدلالة الإحصائية لتطبيق نموذج التأثيرات الثابتة، وعلى العكس تطبيق نموذج التأثيرات العشوائية (Hausman, 1997).

يستلزم تطبيق أيًا من النماذج المذكورة أعلاه تنفيذ أربعة اختبارات لقلبية وهي اختبار الاستقرار (Stationary Test)، اختبار التعددية الخطية أو ما يسمى بالتداخل الخطي (Multicollinearity Test)، اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation Test)، واختبار توزيع تباين الخطأ العشوائي (Heteroscedasticity Test)، وسيتم لاحقًا في الفصل اللاحق التحقق من الاختبارات المذكورة.

7.3 توزيع البيانات

لا يتطلب تطبيق نماذج الانحدار الخطية الساكنة اللازم إجراؤها للإجابة عن فرضيات الدراسة شرطا على توزيعها، لكن يتطلب تطبيقها معالجة البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة من القيم المتطرفة (الشاذة)، فيتأثر توزيعها بهذه القيم (Mehmetoglu and Jakobsen, 2017). اختبار خلو البيانات من القيم المتطرفة (الشاذة) تم احتساب كلا من معامل التفرطح (Kurtosis) ومعامل الالتواء (Skewness) لمتغيرات الدراسة جميعها، بحيث تشير القيم المطلقة لمعاملات التفرطح التي تتجاوز القيمة (2) أو القيم المطلقة لمعاملات الالتواء التي تتجاوز القيمة (1.96) (George & Mallery, 2010)، على وجود هذه القيم، الأمر الذي يتطلب معالجة البيانات.

من خلال احتساب معاملات التفرطح والالتواء لأبعاد المرونة الماليه وقيمة الشركة والموضحة نتائجها في الجدول (5.3) أن كلا من بيانات الاحتفاظ بالنقدية، توزيعات الأرباح، التدفقات النقدية وقيمة الشركة تحتاج الى معالجة من خلال تطبيق تقنية الوينزورايز (Winsorizing) على بياناتها لميزتها بالاحتفاظ بجميع البيانات مهما كانت قيمتها صغيرة أو كبيرة (Rousseeuw & Leroy, 1987)، ويظهر تأثير وجودها على توزيع البيانات للمتغيرات المذكورة والتي لا تتوزع توزيعا طبيعيا وفقا لنتائج اختبار شابيرو- ويلك (Shapiro-Wilk Test)، في حين أن الرافعه الماليه لا تعاني من وجود قيم متطرفة الا أن توزيعها غير طبيعي ولكن لن تتم معالجتها لان التوزيع الطبيعي لا يعد شرطا لبناء نماذج الانحدار الخطية الساكنة.

جدول رقم (5.3): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي والقيم المتطرفة لمتغيرات الدراسة

الرمز	المتغيرات	القيم المتطرفة		التوزيع الطبيعي	
		معامل التفرطح	معامل الالتواء	قيمة اختبار "z"	الدلالة الإحصائية
CH	نسبة الاحتفاظ بالنقدية	4.31	1.29	7.929	**0.000
L	نسبة الرافعه الماليه	2.27	0.51	5.746	**0.000
DP	نسبة توزيعات الأرباح	133.98	9.43	11.287	**0.000
CF	نسبة التدفقات النقدية	8.95	-0.09	7.906	**0.000
CV	قيمة الشركة	46.09	5.73	11.570	**0.000

ملاحظة: ** تشير أن اختبار التوزيع الطبيعي باستخدام اختبار شابيرو-ويلك دال إحصائياً عند مستوى دلالة 5%.¹

الفصل الرابع

تحليل البيانات وعرض النتائج

يتضمن هذا الفصل إجراء الاختبارات القبلية لتحقيق من صلاحية بيانات أبعاد المرونة الماليه وقيمة الشركة، من ثم عرض نتائج فرضية الدراسة الرئيسيه والفرضيات المنبثقة منها وتقديم ملخص لهذه ومناقشتها.

1.4 نتائج الاختبارات القبلية

ذكر في الفصل السابق أن تطبيق النماذج الخطية الساكنة يتطلب تنفيذ أربعة اختبارات قبلية للتحقق من صلاحية بيانات متغيرات أبعاد المرونة الماليه وقيمة الشركة لتطبيق نموذج الدراسة عليها وسيتم في هذا البند عرض نتائج هذه الاختبارات، إذ سيتم تنفيذ اختبار التعددية الخطية والاستقراريه قبل تطبيق نموذج الدراسة، بينما الارتباط الذاتي وتوزيع تباين الخطأ العشوائي مع تطبيق النموذج ومعالجة ظهور أيّا منها.

إن تطبيق اختبار استقراريه (اختبار جذر الوحدة) بيانات المتغيرات لا يعد مهما في هذه الدراسة لان المدة التي تم إجراء الدراسة عليها بلغت خمسة أعوام (Phillips et, al. 2000)، وبالرغم من ذلك تم تطبيقها بحيث أشارت نتائج اختبار ليفين (Levin-Lin-Chu (LLC)) الموضحة بالجدول (1.4) الى أن الاحتفاظ بالنقدية، توزيعات الأرباح، وقيمة الشركة تتمتع جميعها بالاستقرار، في حين أن الرافعه الماليه والتدفقات النقدية كلاهما لا يتمتع بالاستقرار.

وللتحقق من خلو التداخل الخطي بين أبعاد المرونه الماليه تم احتساب معامل تضخم التباين (Variance-Inflation Factor (VIF)) لكل مؤشر من مؤشرات المرونه الماليه التي تناولتها هذه الدراسة، ومعامل الارتباط فيما بينها. أشار (Gujarati, 2010) أن التداخل الخطي بين المتغيرات يظهر في حال كانت قيمة معامل تضخم التباين للمتغير قد تجاوزت القيمة (10)، وأشار (Kennedy, 1985) أن التداخل الخطي يظهر في حال تجاوزت قيمة معامل الارتباط بين أي متغيرين مستقلين القيمة (0.8)، ووفقا لنتائج الموضحة في الجدول (1.4) أن نموذج الدراسة يخلو من مشكلة التداخل الخطي.

جدول رقم (1.4): نتائج اختبار الاستقراريه والتداخل الخطي

VIF	اختبار الاستقراريه		CV	CF	DP	L	CH	
	الدلاله الإحصائية	قيمة "ت"						
3.24	1.00	32.93					1.00	CH
1.10	**0.00	39.96-				1.00	0.01	L

3.01	0.14	1.07-			1.00	**0.28-	0.09	DP
1.10	**0.00	11.0-		1.00	-0.02	0.07	**0.17	CF
1.07	0.99	2.96	1.00	**0.09	**0.20	**0.25	**0.20	CV

ملاحظة: ** بان الاختبار ذو دلالة إحصائية؛ CH: الاحتفاظ بالنقدية، L: الرافعه الماليه، DP: توزيعات الأرباح؛ CF: التدفقات النقدية، CV: قيمة الشركة.

من ناحية أخرى، تم اختبار خلو نموذج الدراسة من مشكلة الارتباط الذاتي وعدم ثبات تباين الخطأ العشوائي من خلال تطبيق اختباري ولد-ريديج (Wooldridge Test) و بروش-بيجين (Breusch-Pagan / Cook-Weisberg) على التوالي، وبعدما تم تطبيقهما تبين من خلال نتائج كلاهما الموضحة في جدول (2.4) أن نموذج الدراسة يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي وعدم ثبات تباين الخطأ العشوائي، حيث لم تتجاوز قيمة الدلالة الإحصائية لكل منهما 5%، وسيتم استخدام خاصية Robust Stander Error (Rogers, 1993).

جدول رقم (2.4): نتائج اختباري الارتباط الذاتي وتوزيع تباين الخطأ العشوائي

الدلالة الإحصائية	قيمة الاختبار	
**0.000	ف (1، 62) = 5.457	1 الارتباط الذاتي
**0.000	مربع-كاي (1) = 111.03	2 ثبات تباين الخطأ العشوائي

ملاحظة: ** تشير أن الاختبار ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5%.

2.4 عرض نتائج فرضيات الدراسة

تضمن البند السابق عرض لنتائج الاختبارات القبلية التي تم إجرائها على نموذج ومتغيرات الدراسة، وخصص هذا البند لعرض نتائج فرضية الدراسة الرئيسية بعدما تم معالجة المشكلات التي تعاني منها متغيرات ونموذج الدراسة والمتمثلة بعدم ثبات تباين الخطأ العشوائي، وتوافر الارتباط الذاتي.

1.2.4 عرض نتيجة فرضية الدراسة الرئيسية الأولى:

تضمنت فرضية الدراسة الرئيسية الأولى تحديد وجود أثر للمرونة الماليه على قيمة الشركة وبذلك نصت هذه الفرضية على "عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمرونة الماليه على قيمة الشركات المدرجة في بورصتي الأردن وفلسطين".

تم تطبيق نموذج التأثيرات العشوائية (REM) لاختبار الفرضية المذكورة أعلاه ونتائج النموذج موضحة في الجدول (3.4) والتي تبين وجود أثر للمرونة الماليه على قيمة الشركات المدرجة في بورصتي الأردن وفلسطين، حيث لم تتجاوز قيمة الدلالة الإحصائية للنموذج والتي بلغت (0.000) مستوى الدلالة (5%)، وبناءً على ذلك نرفض الفرضية الرئيسية الأولى، كما ويتبين أن للمرونة الماليه ممثلة بمؤشرات الأربعة القدره على تفسير (29.71%) من التباين في قيمة الشركات المدرجة في بورصتي الأردن وفلسطين.

من جهة أخرى، تبين وجود أثر إيجابي لكل من الاحتفاظ بالنقدية، الرافعه الماليه وتوزيعات الأرباح على قيمة الشركة، حيث لم تتجاوز قيمة الدلالة الإحصائية للأثار المذكورة مستوى الدلالة (5%)، إذ بلغت قيمة الدلالة الإحصائية لها (0.001)، (0.001) و (0.020) على التوالي، وبناءً على ذلك نرفض الفرضية الفرعية الأولى، الثانية والثالثة، ويمكن الاستدلال منها بأن ارتفاع نسبة الاحتفاظ بالنقدية، الرافعه الماليه وتوزيعات الأرباح بمقدار (1%) سيؤدي الى ارتفاع في قيمة الشركة بمقدار (71.6)، (83.9) و (18.8) مليون دولار على التوالي، في حين أنه لم يكن هناك أثر للتدفقات النقدية على قيمة الشركة، حيث تجاوزت قيمة الدلالة الإحصائية البالغة (0.619) مستوى الدلالة (5%)، وبناءً على ذلك نقبل الفرضية الفرعية الرابعة.

يتبين من خلال النتائج وجود فرق في قيمة الشركة باختلاف قطاع العمل (الدلالة الإحصائية = 0.006)، حيث يتبين من خلال النتائج أن قيمة الشركات الخدماتية أعلى منها في الشركات الصناعية بمقدار (37.3) مليون دولار، بينما بمقارنة البورصة الاردنية بالبورصة الفلسطينية يتبين عدم وجود فرق في قيمة الشركات المدرجة في البورصة فلسطين عنها في البورصة الأردنية (الدلالة الإحصائية = 0.102)، مع ذلك هناك فرق ليس ذو دلالة إحصائية يشير الى أن قيمة الشركات الفلسطينية أعلى منها للشركات الأردنية بمقدار (24.6) مليون دولار، وبناءً على ذلك سيتم اختبار فرضية الدراسة الرئيسيه على الشركات المدرجة في البورصة الأردنية مرة وأخرى للشركات المدرجة في بورصة فلسطين للوقوف عند أثر المرونه الماليه على قيمة الشركة في كل منهما.

جدول رقم(3.4) : نتيجة اختبار أثر المرونة الماليه على قيمة الشركة

المتغيرات	المعاملات	اختبار "ت"	الدلالة الإحصائية
ثابت الانحدار (β_0)	-2.81e7	-2.04	**0.041
الاحتفاظ بالنقدية (CH)	7.16e7	3.45	**0.001
الرافعه الماليه (L)	8.39e7	3.41	**0.001
توزيعات الأرباح (DP)	1.88e7	2.34	**0.020
التدفقات النقدية (CF)	3.45e7	0.50	0.619
قطاع عمل الشركة (S)	3.73e7	2.74	**0.006
مكان عمل الشركة (البورصة التي تنتمي اليها) (P)	2.46e7	1.64	0.102
اختبار معامل لاجرنج (قيمة مربع كاي (1)؛ الدلالة الإحصائية)		(237.99; 0.000)	
اختبار هوسمان (قيمة مربع كاي (1)؛ الدلالة الإحصائية)		(2.26; 0.689)	
اختبار نموذج الدراسة (قيمة مربع كاي (1)؛ الدلالة الإحصائية)		(39.96; 0.001)	
معامل التحديد (R^2)		0.2971	

ملاحظة: ** و * تفيد بوجود أثر ذو دلالة إحصائية للمتغير على قيمة الشركة مستوى دلالة 5% و 10% على التوالي؛ مكان الشركة تم تمثيله بمتغير ثنائي والفئة المرجعية فيه القطاع الصناعي.

قطاع عمل الشركة تم تمثيله بمتغير ثنائي والفئة المرجعية فيه القطاع الصناعي، بينما مكان عمل الشركة والذي يعبر عن البورصة التي تنتمي اليها الشركة تم تمثيله بمتغير ثنائي والفئة المرجعية فيه البورصة الأردنية.

2.2.4 عرض نتيجة فرضية الدراسة الرئيسية الثانية:

يتضمن هذا البند عرض لنتائج فرضية الدراسة الرئيسية الثانية للشركات المدرجة في البورصة الأردنية، وتحقيقاً لذلك تم تطبيق نموذج التأثيرات العشوائية (REM)، ونتائج النموذج موضحة في الجدول (4.4) والتي تبين وجود أثر للمرونة المالية على قيمة الشركات المدرجة في البورصة الأردنية، حيث لم تتجاوز قيمة الدلالة الإحصائية للنموذج والتي بلغت (0.000) مستوى الدلالة (5%)، وبناءً على ذلك نرفض الفرضية الدراسة الرئيسية الثانية، كما ويتبين أن للمرونة المالية ممثلة بمؤشرات الأربعة القدره على تفسير (25.60%) من التباين في قيمة الشركات المدرجة في البورصة الأردنية.

من جهة أخرى، تبين وجود أثر إيجابي لكل من الاحتفاظ بالنقدية وتوزيعات الأرباح على قيمة الشركة، حيث لم تتجاوز قيمة الدلالة الإحصائية لهما مستوى الدلالة (5%)، إذ بلغت قيمة الدلالة الإحصائية لهما (0.003) و (0.001) على التوالي، وبناءً على ذلك نرفض الفرضية الفرعية الأولى والثالثة، كما تبين وجود أثر إيجابي للرافعه المالية على قيمة الشركة، حيث لم تتجاوز قيمة الدلالة الإحصائية مستوى الدلالة (10%)، إذ بلغت قيمة الدلالة الإحصائية لها (0.072)، وبناءً على ذلك نرفض الفرضية الفرعية الثانية، ويمكن الاستدلال منها بأن ارتفاع نسبة الاحتفاظ بالنقدية، الرافعه المالية وتوزيعات الأرباح بمقدار (1%) سيؤدي الى ارتفاع في قيمة الشركة بمقدار (42.7)، (33.3) و (20.8) مليون دولار على التوالي، في حين أنه لم يكن هناك أثر للتدفقات النقدية على قيمة الشركة، حيث تجاوزت قيمة الدلالة الإحصائية البالغة (0.818) مستوى الدلالة (5%)، وبناءً على ذلك نقبل الفرضية الفرعية الرابعة.

أما قطاع عمل الشركة، فتبين وجود فرق في قيمة الشركة باختلاف قطاع العمل (الدلالة الإحصائية =0.062)، حيث تبين من خلال النتائج أن قيمة الشركات الخدمانية أعلى منها في الشركات الصناعية بمقدار (19.7) مليون دولار.

جدول رقم (4.4): نتيجة اختبار أثر المرونة الماليه على قيمة الشركات المدرجة في البورصة الأردنية

المتغيرات	المعاملات	اختبار "ت"	الدلالة الإحصائية
ثابت الانحدار (β_0)	-0.1889e7	-0.19	0.852
الاحتفاظ بالنقدية (CH)	4.27e7	3.01	**0.003
الرافعه الماليه (L)	3.33e7	1.80	*0.072
توزيعات الأرباح (DP)	2.08e7	3.24	**0.001
التدفقات النقدية (CF)	1.37e7	0.23	0.818
قطاع عمل الشركة (S)	1.97e7	1.86	*0.062
اختبار معامل لاجرنج (قيمة مربع كاي (1)؛ الدلالة الإحصائية)			
(237.99; 0.000)			
اختبار هوسمان (قيمة مربع كاي (1)؛ الدلالة الإحصائية)			
(2.26; 0.689)			
اختبار نموذج الدراسة (ف (7، 145)، الدلالة الإحصائية)			
(39.96; 0.001)			
معامل التحديد (R^2)			
0.2971			

ملاحظة: ** و * تفيد بوجود أثر ذو دلالة إحصائية للمتغير على قيمة الشركة مستوى دلالة 5% و 10% على التوالي؛

قطاع عمل الشركة تم تمثيله بمتغير ثنائي والفئة المرجعية فيه القطاع الصناعي.

3.2.4 عرض نتيجة فرضية الدراسة الرئيسية الثالثة:

يتضمن هذا البند عرض لنتائج فرضية الدراسة الرئيسية الثالثة للشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية، وتحقيقاً لذلك تم تطبيق نموذج التأثيرات العشوائية (REM)، ونتائج النموذج موضحة في الجدول (5.4) والتي تبين وجود أثر للمرونة الماليه على قيمة الشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية، حيث لم تتجاوز قيمة الدلالة الإحصائية للنموذج والتي بلغت (0.003) مستوى الدلالة (5%)، وبناءً على ذلك نرفض الفرضية الدراسة الرئيسية الثالثة، كما ويتبين أن للمرونة الماليه ممثلة بمؤشرات الأربعة القدرة على تفسير (26.88%) من التباين في قيمة الشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية.

من جهة أخرى، تبين وجود أثر إيجابي لكل من الاحتفاظ بالنقدية والرافعه الماليه على قيمة الشركة، حيث لم تتجاوز قيمة الدلالة الإحصائية لهما مستوى الدلالة (5%)، إذ بلغت قيمة الدلالة الإحصائية لهما (0.008) و(0.005) على التوالي، وبناءً على ذلك نرفض الفرضية الفرعية الأولى والثانية، ويمكن الاستدلال منها بأن ارتفاع نسبة الاحتفاظ بالنقدية والرافعه الماليه بمقدار (1%) سيؤدي الى ارتفاع في قيمة الشركة بمقدار (573) و(362) مليون دولار على التوالي، في حين أنه لم يكن هناك أثر لتوزيع الأرباح وللتدفقات النقدية على قيمة الشركة، حيث تجاوزت قيمة الدلالة الإحصائية لهما والبالغة (0.773) و(0.222) مستوى الدلالة (5%)، وبناءً على ذلك نقبل الفرضية الفرعية الثالثة والرابعة.

أما فيما يخص قطاع عمل الشركة، تبين عدم وجود فرق في قيمة الشركة باختلاف قطاع العمل (الدلالة الإحصائية = 0.438)، مع ذلك تبين هناك فرق ليس ذو دلالة إحصائية يشير الى أن قيمة الشركات الخدماتية أعلى منها للشركات الصناعية بمقدار (65.6) مليون دولار.

جدول رقم (5.4): نتيجة اختبار أثر المرونة الماليه على قيمة الشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية

المتغيرات	المعاملات	اختبار "z"	الدلالة الإحصائية
ثابت الانحدار (β_0)	-1.24e8	-1.71	*0.087
الاحتفاظ بالنقدية (CH)	4.27e7	2.66	**0.008
الرافعة الماليه (L)	3.33e7	2.80	*0.005
توزيعات الأرباح (DP)	2.08e7	-0.29	0.773
التدفقات النقدية (CF)	1.37e7	-1.22	0.222
قطاع عمل الشركة (S)	1.97e7	0.78	0.438
اختبار معامل لاجرنج (قيمة مربع كاي (1)؛ الدلالة الإحصائية)		(109.73; 0.000)	
اختبار هوسمان (قيمة مربع كاي (1)؛ الدلالة الإحصائية)		(1.04; 0.9036)	
اختبار نموذج الدراسة (قيمة مربع كاي (1)؛ الدلالة الإحصائية)		(25.11; 0.001)	
معامل التحديد (R^2)		0.2688	

ملاحظة: ** و* تفيد بوجود أثر ذو دلالة إحصائية للمتغير على قيمة الشركة مستوى دلالة 5% و10% على التوالي؛ قطاع عمل الشركة تم تمثيله بمتغير ثنائي والفئة المرجعية فيه القطاع الصناعي.

3.4 ملخص النتائج ومقارنتها مع محاور الدراسات السابقة

1.3.4 ملخص النتائج:

بعد استعراض الإطار النظري في الفصل الثاني واختبار وعرض نتائج فرضية الدراسة الرئيسيّة تتلخص الدراسة بمجموعة من النتائج وهي:

1. وجود أثر للمرونة الماليه على قيمة الشركات المدرجة في البورصة الأردنية والفلسطينية، كما وتأثر المرونه الماليه على قيمة الشركات المدرجة في البورصة الأردنية والفلسطينية كلّ على حدا.
2. وجود أثر للاحتفاظ بالنقدية، الرافعه الماليه وتوزيعات الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في البورصة الأردنية والفلسطينية، كما ويأثر الاحتفاظ بالنقدية، الرافعه الماليه وتوزيعات الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في البورصة الأردنية، ويأثر الاحتفاظ بالنقدية والرافعه الماليه على قيمة الشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية، بينما لا تؤثر التدفقات النقدية على قيمة الشركات المدرجة في البورصة الأردنية والفلسطينية ولا تأثر على كل منها على حدا.
3. وجود فرق في قيمة الشركات الخدماتية والصناعية لصالح الخدماتية في الشركات المدرجة في البورصة الاردنية والفلسطينية.

2.3.4 مقارنة نتائج الدراسة مع محاور الدراسات السابقة:

اعتمدت دراسة (Cherkasova and Kuzmin, 2018) المنهجية الديناميكية (the dynamic generalized method of moments methodology) ودراسة (Hao, et al., 2022) النموذج الاقتصادي القياسي، وهذا

ما يختلف مع منهج الدراسة الحالية، والتي اعتمدت على المنهج الكمي، وفي دراسة (ابو الخير، 2022) والتي عمدت الى قياس الأداء المالي للشركات المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة "2014-2018"، فقد استخدمت منهج السلاسل الزمنية المقطعية كأسلوب احصائي وهذا ما تطابق مع الاسلوب الاحصائي للدراسة الحالية وهو (Panel Data).

واتفقت دراسة كل من (بوغنامة ويوسفي، 2022) ودراسة (الكسراوي وآخرون، 2021) على وجود علاقة ايجابية بين توزيعات الارباح وقيمة المؤسسة، وهذا ما يتفق مع نتيجة الدراسة الحالية حيث توصلت الدراسة في نتائجها بأن هناك اثر ايجابي لتوزيعات الارباح على قيمة الشركات الاردنية والفلسطينية مجتمعة، إلا انه لا يوجد اثر لتوزيعات الارباح على قيمة الشركات الفلسطينية منفردة.

وفي دراسة (الكسراوي وآخرون، 2021)، والتي اجريت في دولة الأردن، أكدوا على وجود أثر ايجابي لكل من الإحتفاظ بالنقدية، والرافعه الماليه على القيمة السوقية، وهذا ما يتشابه مع نتائج الدراسة الحالية، والتي مفادها وجود أثر إيجابي لكل من الاحتفاظ بالنقدية، والرافعه الماليه على قيمة كل من الشركات المدرجة في البورصة الاردنية والفلسطينية، بالإضافة الى ذلك، فقد استخدمت دراسة (الكسراوي وآخرون، 2021) المنهج الكمي وهذا ما يتفق مع منهج الدراسة الحالية. وفي دراسة (Al-Slehat, 2019) تؤكد في نتائجها على وجود تأثير واضح للمرونة المالية على أداء شركات القطاع الخدماتي الأردني، وهذا ما يتفق مع ما توصلت له الدراسة الحالية في نتائجها ضمناً.

الفصل الخامس

الاستنتاجات والتوصيات

خُصّصت هذه الدراسة الى التعرف على أثر المرونة الماليه على قيمة الشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية والأردنية خلال الفترة (2018-2022)، وبعدما تم عرض ما توصلت اليه الأدبيات السابقة التي تناولت متغيرات الدراسة سواء المستقلة، التابعة والضابطة التي شملتها ومن ثم اختبار فرضياتها، يستعرض في هذا الفصل الاستنتاجات والتوصيات التي تم التوصل إليها.

1.5 الاستنتاجات

حاولت هذه الدراسة الاجابة على الإشكالية المتعلقة بايجاد أثر المرونة الماليه على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الاردن وفلسطين، ويمكن تلخيص النتائج والملاحظات المتوصل اليها كما يلي:

1. تؤثر المرونة المالية على قيمة الشركات المدرجة في البورصة الأردنية والفلسطينية، وتنشأ هذه العلاقة نتيجة الاحتفاظ بالنقد والتدفقات النقدية إضافة إلى كل من الرافعة المالية وتوزيعات الأرباح المتبعة لدى الشركات المذكورة وبالتالي رفد قيمة الشركة والمتمثلة في سعر السهم السوقي.
2. يؤثر كل من الاحتفاظ بالنقدية، الرافعة المالية، وتوزيعات الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في البورصة الأردنية والفلسطينية، بينما لا تؤثر التدفقات النقدية على قيمة هذه الشركات، وذلك بسبب رغبة المستثمرين في الحصول على مستحقاتهم من الأرباح في الآجال القصيرة نسبياً وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية للسهم؛ أي قيمة الشركة، وبخصوص عدم تأثير التدفقات النقدية قد يعزى ذلك إلى سبب احتفاظ الشركات بنسب جيدة من النقد، والتي تسمح بتخصيص جزء منها لإعادة استثماره، مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم.
3. هناك فرق في قيمة الشركات بين البورصة الأردنية والفلسطينية لصالح الشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية.
4. تتأثر قيمة الشركات المدرجة في البورصة الأردنية بالاحتفاظ بالنقدية، الرافعة المالية، وتوزيعات الأرباح، بينما تتأثر الشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية بالاحتفاظ بالنقدية والرافعة المالية، وقد يعزى ذلك إلى أن الشركات الفلسطينية لا تتأثر القيم السوقية لديها بسبب أن توزيعات الأرباح لديها غير منتظمة، بالإضافة إلى خصوصية تبعية الوضع الإقتصادي الفلسطيني.
5. تأثير المرونة المالية على قيمة الشركات المدرجة في البورصة الأردنية أعلى منها للشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية، وتنشأ هذه المقارنة نتيجة استقلالية الإقتصاد الأردني، أما الإقتصاد الفلسطيني بشكل عام فهو غير مستقر ومتذبذب.

2.5 التوصيات

بناءً على النتائج السابقة، تقدم الدراسة عدة توصيات كما يلي:

1. أوصت الدراسة كل من الشركات الأردنية والفلسطينية العاملة في القطاع الخدماتي والصناعي على ضرورة خلق إدارة تمتع بكفاءة عالية في شؤون المحافظة على النقد عند المستويات المثلى، لما لذلك من أثر واضح على قيمة الشركة.
2. على متخذي القرار من المدراء الماليين العاملين في الشركات الفلسطينية والأردنية المدرجة في قطاع الخدمات والصناعة كلاً على حدة، اتخاذ قرارات تمويلية مدروسة بشكل سليم؛ لأن الرافعه الماليه تؤثر على قيمة تلك الشركات، بالإضافة الى أن التوزيعات النقدية تؤثر إيجاباً على قيمة الشركات الأردنية المدرجة.
3. إجراء دراسات مشابهة لهذه الدراسة ولكن بإدخال الظروف والأبعاد الإقتصادية كمتغيرات.
4. توصي الدراسة بضرورة إجراء دراسات أخرى على القطاعات التي لم تشملها الدراسة، مثل: القطاع المصرفي، وقطاع التأمين، قطاع الأدوية، وغيرها.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

- 1 إبراهيم، ارشد فؤاد، وعبد الستار، إسراء أمين. (2019). تأثير كفاءة إدارة أرس المال العامل والمرونة الماليه في فجوة النمو المستديم، دراسة تطبيقية في عينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق الماليه، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة. العدد (57). 77-100.
- 2 أبو الخير، أحمد سمير محمد. (2022): أثر هيكل الملكية والمرونة الماليه على القيمة الاقتصادية المضافة، دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة طنطا .
- 3 أبو كويك، كارولين عبد الجواد عبد الرحيم. (2021): أثر الإفصاح غير المالي على العلاقة بين التوزيعات النقدية والقيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين.
- 4 اندرواس، عاطف وليم (2008). " التمويل والإدارة الماليه للمؤسسات"، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر.
- 5 الأسدي، سيف الدين أحمد عواد. (2021). "تحليل مؤشرات المرونة الماليه للشركات وتأثيرها في الاداء المالي"، دراسة تحليلية لعينة من الشركات الصناعية العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق الماليه للفترة (2005-2019)، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، قسم العلوم الماليه والمصرفية، جامعة كربلاء .
- 6 بلعلمي، أسماء. (2019): دور المرونة الماليه في الرفع من قدرة المؤسسة على الاستثمار دراسة لعينة من المؤسسات، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة 1، الحاج لخضر، الجزائر.
- 7 بودرومة، فهد. (2018): تأثير تخطيط ضريبة الدخل على قيمة الشركة، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم العلوم

المحاسبية والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد العربي بن مهيدي - ام البواقي، الجزائر.

8 التميمي، ارشد فؤاد. (2010). الأسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الأدوات، الطبعة العربية، اليازوري للطباعة، عمان، الأردن.

9 حقي، بسام. (2018): اثر الهيكل التمويلي في الأداء المالي للمصارف الاسلامية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم ادارة الاعمال التخصصي، الجامعة الافتراضية السورية.

10 الخفاجي، آيات حسين علي. (2020): تأثير بعض مؤشرات المرونة المالية في المخاطرة المصرفية، دراسة مقارنة لعينة من المصارف التجارية العراقية والاماراتية للمدة 2011-2018، أطروحة دكتوراه غير منشورة، فلسفة في العلوم المالية والمصرفية، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة كربلاء.

11 خلف، إسراء فالح، والدعمي، وليد عباس. (2020). دور المرونة المالية في تحقيق الأداء المالي المستدام، دراسة تحليلية لعينة من المصارف التجارية في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2013-2017)، مجلية معين. العدد (4)، 244-277.

12 جريوي، ز. (2013): أهمية قائمة التدفقات النقدية في تقديم المعلومة الملائمة للمؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب - بسكرة. جامعة محمد خيضر. الجزائر، رسالة ماجستير غير منشورة. ص11.

13 السعيد، عبد الله كاظم، وشاكر، ثائر. (2022). المرونة المالية وأثر معدل النمو المستدام في تعزيزها. مجلة مركز دراسات الكوفة. العدد 65 ج 1، 239-270.

14 حداد، ر. عبد، س. (2017). "أثر الحاكمية المؤسسية وهيكل الملكية على مستوى الإحتفاظ بالنقدية وانعكاسها على قيمة الشركة : دراسة ميدانية على الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان". جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن، رسالة دكتوراة.

15 الطائي، يوسف حليم، والجبوي، حيدر جاسم. (2017). المرونة المالية وتأثيرها في الحد من هشاشة النظام المصرفي ، دراسة تحليلية لعينة من المصارف العراقية الخاصة، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية. المجلد (14). العدد (3). 539-556.

- 16 العامري ، سعود جايد مشكور ، والشريفي ، ناظم حسن. (2009). المحاسبة المتقدمة في الشركات ، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الاردن
- 17 العامري، هدى هادي حسن. (2018): المرونة المالية وانعكاساتها في تحقيق التعافي المالي دراسة تحليلية في عينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، قسم ادارة الأعمال، جامعة كربلاء.
- 18 العبادسة، أحمد نبيل ابراهيم. (2021): أثر التوزيعات النقدية على المرونة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة الازهر، غزة، فلسطين.
- 19 بوغنامة، أحمد. يوسف، رفيق. (2022): "أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية - دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40". مجلة دراسات في الاقتصاد والأعمال. المجلد 05، العدد 02-ديسمبر 2022.
- 20 جرادات، ز. (2021): "تأثير تطبيق معيار المحاسبة الدولي رقم (IAS 19) "منافع الموظفين" على تقييم أداء الشركات الخدمائية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين". جامعة القدس، فلسطين. رسالة ماجستير غير منشورة.
- 21 عبد الله، سايب. ابو بكر، سلاوي. (2022): أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وقرار المستثمر، دراسة ميدانية للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر. مجلة البشائر الاقتصادية، العدد 04، 22. ص 249 - 2
- 22 عيد، ابراهيم. (2016). تركيبة هيكل التمويل على السيولة في الشركات السودانية العاملة، دراسة تطبيقية للشركات السودانية العاملة في مجال الصناعة. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد التاسع والأربعون.
- 23 غالي، بتول علي. (2017). دور التحليل المالي في تعزيز العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للسهم في المصارف التجارية، دراسة تطبيقية. مجلة المثنى للعلوم الإدارية والاقتصادية. المجلد (7). العدد (3).
- 24 فودة، شوقي السيد. (2019). أثر الإفصاح عن المعلومات البيئية على قيمة المنشأة مع التطبيق على شركة سيدي كير للبتروكيماويات. مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، كلية التجارة، جامعة كفر الشيخ، العدد (7). الجزائر
- 25 قريشي، خ. (2007): دور المعلومات المحاسبية المفصّل عنها وفق النظام المحاسبي المالي (SCF) في التنبؤ

بخطر الإفلاس. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، الجزائر.

26 منصور، لمى محمد، والزبيدي، شذى، عبد الحسين، والمعموري، محمد علي. (2022). تأثير المرونة المالية في قيمة

الشركات، دراسة تطبيقية لقطاع المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2010-201)، مجلة كلية

مدينة العلم. المجلد (14)، العدد (1). 106-121.

27 الموسوي، علاء حسن يوسف. (2017). العلاقة بين المسؤولية البيئية والابعاد المحاسبية للرفاهية الاجتماعية وأثرها

على تعظيم قيمة الشركة، رسالة ماجستير غير منشورة ، قسم علوم محاسبة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية، العراق.

28 الكسراوي، ا. أبو الحمص، ع. الصرايرة، أ. (2021): الاحتفاظ بالنقدية وإدارة رأس المال العامل وأثرهما على قيمة

الشركة. جامعة مؤتة، الاردن، رسالة ماجستير غير منشورة. ص7-ص30.

29 نصر، خالد جمال. (2015). أثر الإعلان عن توزيع الأرباح وربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات

الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة العلوم التطبيقية، عمان، الأردن.

30 النعيمي، عدنان تايه. (2018). طبيعة النشاط والقيمة السوقية للمنشأة: دراسة مقارنة في سوق العراق وسوق عمان

للأوراق المالية، مجلة كلية المأمون، العدد 31.

ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية:

- 1 Aggarwal, Priyanka, (2013), " Relationship between Environmental Responsibility and Financial Performance of Firm: A Literature Review", Journal of Business and Management, Vol.13, No.1.oct, 2013.pp13-22.
- 2 Al-Slehat, Z. A. F. (2019). **The impact of the financial flexibility on the performance:**

- An empirical study on a sample of Jordanian services sector firms in period (2010–2017).** *International Journal of Business and Management*, **14(6)**, 1-11.
- 3 Asante-Darko, D., Adu Bonsu, B., Famiyeh, S., Kwarteng, A. and Goka, Y. (2018): "Governance structures, cash holdings and firm value on the Ghana Stock Exchange", *Corporate Governance*, **Vol. 18 No. 4**, pp. 671-685. <https://doi.org/10.1108/CG-07-2017-0148>
 - 4 Auttukaite, R, & Molay, E., (2013). **"Cash holdings, Working Capital and Firm Value: Evidence from Franch"**, International Conference of the French Finance Association (AFFI), PP. 1-22. Available at SSRN: Electronic Journal. 10.2139/ssrn.1836900.
 - 5 Bahadori, M., & Talebnia, G., & Imani, Z., (2015). **"A study on the Relationship between Financial Flexibility and Cash Policies of Listed Companies in Tehran Stock Exchange"**, *Journal of Applied Environmental and Biological Sciences, J. Appl. Environ. Biol. Sci.*, **5(7)**, (pp.138-143).
 - 6 Bancel, Frank. Mittoo, Usha, R. 2010. **"Financial Flexibility and the Global Financial Crisis Evidence from France."** *International journal of managerial finance*. 7 (2): 179.216.
 - 7 Belobo, Ateba Benedict, & Pelsier, Faan, 2016." **Cash Flow Management: Assessing Its Impact on the Operational Performance of Small and Medium Size Enterprises at the Mafikeng Local Municipality in South Africa Prior to the Global Financial Crisis"**, *Mediterranean Journal of Social Sciences*, Vol (5), No (27),(pp.226-234)
 - 8 Bisoyi, P., Pardeshi, B., Sharma, D. V., & Burbure, P. (2022). **Factors Affecting Financial Flexibility of Central Public-Sector Enterprises.** In *Flexibility, Innovation, and Sustainable Business* (pp. 3-9). Singapore: Springer Nature Singapore.
 - 9 Chang, C. Yang, H. (April, 2022): **"The role of cash holdings during financial crises"**. *Pacific-Basin Finance Journal*. Volume 72, April 2022, 101733.
 - 10 Cherkasova, V., & Kuzmin, E. (2018). **Financial flexibility as an investment efficiency factor in Asian companies.** *Gadjah Mada International Journal of Business*, 20(2), 137-164.
 - 11 Darabi, R., & Mohamadi, H., & GHasemi, A., & Forozan, S., (2013)." **The Relationship between Financial Flexibility and Capital Structure Decisions"**, *Research Journal of Applied Sciences, Engineering and Technology* 5(14) (pp.3843-3850).
 - 12 Esin, F. (2015), **Liquidity and Financial Flexibility Using the Cash Flow Statement**, International Academic Conference Proceedings, Vienna, Austria.

- 13 Fairhurst, D, (2014) **Financial Flexibility and Short-Term Financing Needs: Evidence From Seasonal Firms**, Thesis, University of Arizona.
- 14 Faruqi, Fatima/Ahsan, Tanveer et. al. (2019). **Cash flows, and bank performance: developed and developing countries**. In: Multinational finance journal 23 (1/2), S. 1 - 36. <http://www.mfsociety.org/modules/modDashboard/uploadFiles/journals/MJ~0~p1dkdf80h1r3hbbp1et55f6eqq4.pdf>
- 15 Ferrando, A., Marchica, M. and Mura. (2014). Financial Flexibility across the Euro Area and the UK”, Working Paper Series, European Central Bank and University of Manchester, p172
- 16 Gregory, R. P. (2020). **The Effect of Political Uncertainty on Financial Flexibility and Firm Value**. Available at SSRN 3585726
- 17 Gryko, J. (2018). **Managing of Financial Flexibility**. In Contemporary Trends in Accounting, Finance and Financial Institutions (pp. 43-55). Springer, Cham
- 18 Hao, Z., Zhang, X., & Wei, J. (2022). **Research on the effect of enterprise financial flexibility on sustainable innovation**. Journal of Innovation & Knowledge, 7(2), 100184.
- 19 James, Moshi, (2016). **Financial Flexibility and the Impact of the 2007/2008 Global Financial Crisis: Evidence from African Firms**, Research Journal of Finance and Accounting, Vol. (7), No.(8),(pp.85-92).
- 20 Lai, K., Prasad, A., Wong, G., & Yusoff, I. (2020). **Corporate deleveraging and financial flexibility: A Chinese case-study**. PacificBasin Finance Journal, 101299.
- 21 Loncan, T. Calderia, J. (2014): “**Capital Structure, Cash Holdings and Firm Value: a Study of Brazilian Listed Firms**”. Economic Business, Revista Contabilide & Financas, Vol. 25 No. 64, pp.46 – 59.
- 22 Mwangi, M., (2018). “**The Effect of Size on Financial Performance of Commercial Banks in Kenya**”, European Scientific Journal edition Vol. (14), No.(7),(pp.373-385).
- 23 Saoussen, B. Fedhila, H. (2007): **La pertinence des cash-flows d’exploitation et de l’information financière traditionnelle dans la prévision de la détresse financière des entreprises tunisiennes**, 28ÈME CONGRES DE L’AFC - «COMPTABILITE ET ENVIRONNEMENT », France, [halshs-00544881 - version 1].
- 24 Sharma, N. K. Sathya, (2014). “**Banking Development and Challenges**”, Inter-national Journal of Advancements in Research & Technology, Volume (3), Issue (11), (pp.111-119).

- 25 Suriyankietkaew, S., & Avery, G., (2016).” **Sustainable Leadership Practices Driving Financial Performance**”, Journal Sustainability, (8), (pp.1-14).

الملاحق:

ملحق (1-أ): الشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية التي شملتها الدراسة

رقم الشركة	قطاع العمل	اسم الشركة	رمز الشركة	العملة
1	الخدمات	شركة أبراج الوطنية*	ABRAJ	USD
2	الخدمات	المؤسسة العربية للفنادق	AHC	JD
3	الصناعة	دواجن فلسطين	AZIZA	JD
4	الصناعة	الفلسطينية للكهرباء	BPC	USD
5	الصناعة	مطاحن القمح الذهبي	GMC	JD
6	الصناعة	سجاير القدس	JCC	JD
7	الصناعة	القدس للمستحضرات الطبية	JPH	USD
8	الصناعة	فلسطين لصناعات اللدائن	LADAEN	JD
9	الصناعة	الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات	NAPCO	JD
10	الصناعة	الوطنية لصناعة الكرتون	NCI	USD
11	الخدمات	مركز نابلس الجراحي التخصصي	NSC	JD
12	الخدمات	موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات	OOREDOO	USD
13	الخدمات	بال عقار لتطوير وإدارة وتشغيل العقارات	PALAQAR	JD
14	الخدمات	شركة الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	JD
15	الخدمات	الفلسطينية للكهرباء	PEC	USD
16	الخدمات	مصايف رام الله	RSR	JD
17	الصناعة	مصانع الزيوت النباتية	VOIC	JD
18	الخدمات	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	WASSEL	JD

ملاحظة: * تم حذف الشركة لعدم استكمال بياناتها.

ملحق (1-ب): الشركات المدرجة في البورصة الأردنية التي شملتها الدراسة

رقم الشركة	قطاع العمل	اسم الشركة	رمز الشركة	العملة
1	الصناعة	اسمنت الشمالية	NCCO	JD
2	الصناعة	الأردنية لصناعة الأنابيب	JOPI	JD
3	الصناعة	الاستثمارات العامة	GENI	JD
4	الصناعة	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	JPPC	JD
5	الصناعة	الآلبان الأردنية	JODA	JD
6	الصناعة	الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية	RMCC	JD
7	الصناعة	البوتاس العربية	APOT	JD
8	الصناعة	الحياة للصناعات الدوائية	HPIC	JD
9	الخدمات	الخطوط البحرية الوطنية الأردنية	SHIP	JD
10	الخدمات	الدولية للفنادق والاسواق التجارية	MALL	JD
11	الصناعة	الصناعات البتروكيماوية الوسيطة	IPCH	JD
12	الصناعة	الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج	ICAG	JD
13	الصناعة	العالمية الحديثة للزيوت النباتية	UMIC	JD
14	الخدمات	العبور للشحن والنقل	TRUK	JD
15	الخدمات	العربية الدولية للتعليم والاستثمار	APCT	JD
16	الصناعة	العربية لصناعة الالمنيوم/ارال	AALU	JD
17	الصناعة	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية	MBED	JD
18	الصناعة	العربية لصناعة المواسير المعدنية	ASPM	JD
19	الصناعة	القدس للصناعات الخرسانية	AQRM	JD
20	الخدمات	الكهرباء الأردنية	JEPCO	JD
21	الصناعة	المتصدرة للأعمال والمشاريع	ACDT	JD
22	الخدمات	المجموعة الاستشارية الاستثمارية	CICO	JD
23	الخدمات	المركز الأردني للتجارة الدولية	JITC	JD
24	الصناعة	الموارد الصناعية الأردنية	JOIR	JD
25	الخدمات	النقلات السياحية الأردنية /جت	JETT	JD

رقم الشركة	قطاع العمل	اسم الشركة	رمز الشركة	العملة
26	الصناعة	الوطنية لصناعات الالمنيوم	NATA	JD
27	الصناعة	الوطنية لصناعة الصلب	NAST	JD
28	الخدمات	انجاز للتنمية والمشاريع المتعددة	ATCO	JD
29	الصناعة	أساس للصناعات الخرسانية	ASAS	JD
30	الخدمات	آفاق للطاقة	MANE	JD
31	الصناعة	حديد الأردن	JOST	JD
32	الصناعة	دار الدواء للتنمية والاستثمار	DADI	JD
33	الصناعة	دار الغذاء	NDAR	JD
34	الخدمات	زارة للاستثمار القابضة	ZARA	JD
35	الخدمات	سُرى للتنمية والاستثمار	SURA	JD
36	الصناعة	سبأ لسكب المعادن	SHBA	JD
37	الصناعة	سنيورة للصناعات الغذائية	SNRA	JD
38	الصناعة	فيلادلفيا لصناعة الأدوية	PHIL	JD
39	الخدمات	مجموعة أوفتك القابضة	OFTC	JD
40	الخدمات	مجموعة رم للنقل والاستثمار السياحي	RUMM	JD
41	الخدمات	مسافات للنقل المتخصص	MSFT	JD
42	الصناعة	مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	UTOB	JD
43	الصناعة	مصانع الأجواخ الاردنية	JOWM	JD
44	الصناعة	مصانع الكابلات المتحدة	UCIC	JD
45	الخدمات	مصفاة البترول الأردنية /جوبترول	JOPT	JD
46	الصناعة	مناجم الفوسفات الاردنية	JOPH	JD
47	الصناعة	الوطنية للدواجن	NATP	JD
48	الصناعة	العصر للاستثمار	CEIG	JD
49	الخدمات	التجمعات للمشاريع السياحية	TAJM	JD

ملاحظة: * تم حذف الشركة لعدم استكمال بياناتها.

ملحق (2-أ)

الأوساط الحسابية والانحرافات المعيارية للمتغيرات المستقلة (مؤشرات المرونة المالية) خلال الفترة
(2022-2018)

كلاهما		البورصة الفلسطينية		البورصة الأردنية		السنة
الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	
1. نسبة الاحتفاظ بالنقدية						
0.1800	0.2033	0.0809	0.0623	0.1790	0.2554	2018
0.1796	0.2105	0.1108	0.0841	0.1784	0.2572	2019
0.1931	0.2139	0.0894	0.0858	0.2000	0.2612	2020
0.1878	0.2200	0.1030	0.1005	0.1935	0.2642	2021
0.0846	0.0595	0.0697	0.0749	0.0895	0.0538	2022
2. نسبة الرافعه الماليه						
0.2049	0.3671	0.1852	0.3878	0.2131	0.3595	2018
0.2118	0.3727	0.1914	0.3996	0.2201	0.3628	2019
0.2245	0.3784	0.2139	0.3947	0.2303	0.3723	2020
0.2306	0.3775	0.2112	0.3843	0.2396	0.3750	2021
0.2335	0.4010	0.2021	0.4033	0.2462	0.4002	2022
3. نسبة توزيعات الأرباح						
0.5333	0.3362	0.5048	0.2107	0.5414	0.3825	2018
0.3207	0.2096	0.3188	0.2072	0.3250	0.2104	2019
0.8489	0.3864	1.3398	0.5443	0.5845	0.3280	2020
0.4344	0.3568	0.5033	0.3225	0.4115	0.3695	2021
2.1382	0.5043	4.1163	0.8313	0.4683	0.3835	2022
نسبة التدفقات النقدية						
0.0389	-0.0067	0.0396	0.0067	0.0378	-0.0116	2018
0.0414	0.0131	0.0544	0.0216	0.0357	0.0100	2019
0.0419	0.0041	0.0481	-0.0035	0.0396	0.0069	2020
0.0475	0.0139	0.0451	0.0292	0.0476	0.0083	2021
0.0483	-0.0019	0.0660	-0.0200	0.0386	0.0048	2022

ملحق (2-ب)

الأوساط الحسابية والانحرافات المعيارية للمتغير التابع (قيمة الشركة) خلال الفترة (2018-2022)

كلاهما		البورصة الفلسطينية		البورصة الأردنية		السنة
الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	
105968667.7	45998233.0	182462638.4	83139663.3	54041212.7	32272052.3	2018
116720949.0	47222588.0	205634603.8	86946616.6	54029825.3	32541968.7	2019
114443345.9	54203608.1	171133482.3	78072815.7	85658185.3	45382379.2	2020
235344522.5	93395984.3	204029454.3	111779491.6	247659265.0	86602079.4	2021
122092595.0	49751899.8	217520604.9	110076613.4	42801564.1	27457984.0	2022

ملحق (3): البيانات المتعلقة بقياس متغيرات الدراسة خلال الفترة (2018-2022)

البورصة	الشركة	القطاع	السنة	الاحتفاظ بالنقدية	الرافعه الماليه	توزيع الأرباح	التدفقات النقدية	قيمة الشركة
الأردنية	NCCO	صناعي	2018	0.1267	0.3560	0.0000	0.0181	135812768
الأردنية	NCCO	صناعي	2019	0.1470	0.2672	0.6630	-0.0087	120730064
الأردنية	NCCO	صناعي	2020	0.1203	0.1828	0.8270	-0.0063	120630600
الأردنية	NCCO	صناعي	2021	0.1141	0.1091	0.9870	0.0025	111728320
الأردنية	NCCO	صناعي	2022	0.0103	0.3325	0.0000	-0.0012	119265624
الأردنية	JOPI	صناعي	2018	0.0881	0.4344	0.0000	0.0003	6644898
الأردنية	JOPI	صناعي	2019	0.0434	0.4539	0.0000	-0.0007	2918789
الأردنية	JOPI	صناعي	2020	0.0882	0.5859	0.0000	0.0130	2828030
الأردنية	JOPI	صناعي	2021	0.0414	0.5448	0.0000	-0.0056	4201764
الأردنية	JOPI	صناعي	2022	0.0074	0.6164	0.0000	-0.0020	4553782
الأردنية	GENI	صناعي	2018	0.1386	0.1094	1.1670	-0.0996	9261248
الأردنية	GENI	صناعي	2019	0.1997	0.1367	0.8330	0.0779	9794730
الأردنية	GENI	صناعي	2020	0.1876	0.1441	0.9530	-0.0332	11600018
الأردنية	GENI	صناعي	2021	0.1955	0.1244	0.7180	-0.0103	10380834
الأردنية	GENI	صناعي	2022	0.0503	0.1094	0.2290	-0.0077	10315793

البورصة	الشركة	القطاع	السنة	الاحتفاظ بالنقدية	الرافعه الماليه	توزيع الأرباح	التدفقات النقدية	قيمة الشركة
الأردنية	JPPC	صناعي	2018	0.1164	0.7157	0.0000	0.0010	19974388
الأردنية	JPPC	صناعي	2019	0.1065	0.7298	0.0000	0.0005	18351166
الأردنية	JPPC	صناعي	2020	0.0836	0.7758	0.0000	-0.0006	64934320
الأردنية	JPPC	صناعي	2021	0.0567	0.7588	0.0000	-0.0004	84963000
الأردنية	JPPC	صناعي	2022	0.0057	0.7893	0.0000	0.0037	33925616
الأردنية	JODA	صناعي	2018	0.3064	0.3307	0.0000	-0.0590	5391273
الأردنية	JODA	صناعي	2019	0.2880	0.4274	0.0000	0.0096	5554011
الأردنية	JODA	صناعي	2020	0.2813	0.4852	0.0000	0.0009	4357850
الأردنية	JODA	صناعي	2021	0.3199	0.5830	0.5900	-0.0111	5755312
الأردنية	JODA	صناعي	2022	0.0063	0.5856	0.9880	0.0028	4298280
الأردنية	RMCC	صناعي	2018	0.3318	0.5099	0.0000	-0.0019	10155821
الأردنية	RMCC	صناعي	2019	0.3225	0.5409	0.0000	0.0024	8181062
الأردنية	RMCC	صناعي	2020	0.2960	0.5517	0.0000	0.0063	8710045
الأردنية	RMCC	صناعي	2021	0.2449	0.5327	0.0000	-0.0072	11717404
الأردنية	RMCC	صناعي	2022	0.0052	0.5409	0.0000	0.0024	9313828
الأردنية	APOT	صناعي	2018	0.3095	0.1638	0.8010	-0.0474	131593720
الأردنية	APOT	صناعي	2019	0.3150	0.1809	0.5490	-0.0254	159203184

البورصة	الشركة	القطاع	السنة	الاحتفاظ بالنقدية	الرافعه الماليه	توزيع الأرباح	التدفقات النقدية	قيمة الشركة
الأردنية	APOT	صناعي	2020	0.1921	0.1664	0.6570	0.0183	156285664
الأردنية	APOT	صناعي	2021	0.2427	0.1942	0.4610	0.0178	170521472
الأردنية	APOT	صناعي	2022	0.0372	0.2224	0.2490	0.0110	5530277
الأردنية	HPIC	صناعي	2018	0.4338	0.2240	0.3930	0.0142	7971192
الأردنية	HPIC	صناعي	2019	0.4150	0.1479	0.2850	-0.0466	7397116
الأردنية	HPIC	صناعي	2020	0.4896	0.1883	0.5410	0.0827	8249806
الأردنية	HPIC	صناعي	2021	0.4502	0.1319	0.6520	0.0411	12122390
الأردنية	HPIC	صناعي	2022	0.1949	0.1365	0.0000	-0.0323	9064987
الأردنية	SHIP	خدمي	2018	0.1723	0.2785	0.6520	-0.0156	15609509
الأردنية	SHIP	خدمي	2019	0.2007	0.2490	0.6440	0.0362	16130894
الأردنية	SHIP	خدمي	2020	0.2345	0.2850	0.8880	0.0516	16548167
الأردنية	SHIP	خدمي	2021	0.2707	0.2736	0.6670	0.0379	18542452
الأردنية	SHIP	خدمي	2022	0.2311	0.2364	0.7020	0.0234	17901976
الأردنية	MALL	خدمي	2018	0.0109	0.1265	2.8500	-0.0134	22672774
الأردنية	MALL	خدمي	2019	0.0222	0.1458	0.0000	0.0056	17623066
الأردنية	MALL	خدمي	2020	0.0056	0.1685	0.0000	-0.0144	19887230
الأردنية	MALL	خدمي	2021	0.0270	0.1871	0.0000	0.0330	22552740

البورصة	الشركة	القطاع	السنة	الاحتفاظ بالنقدية	الرافعه الماليه	توزيع الأرباح	التدفقات النقدية	قيمة الشركة
الأردنية	MALL	خدماتي	2022	0.0126	0.1643	0.0000	-0.0114	19480502
الأردنية	IPCH	صناعي	2018	0.1186	0.5528	0.0000	0.0132	9719579
الأردنية	IPCH	صناعي	2019	0.1436	0.6192	0.0000	-0.0314	7674720
الأردنية	IPCH	صناعي	2020	0.0886	0.6743	0.0000	0.0265	7861366
الأردنية	IPCH	صناعي	2021	0.0958	0.7199	0.0000	0.0154	4995732
الأردنية	IPCH	صناعي	2022	0.0408	0.8258	0.0000	-0.0149	3054541
الأردنية	ICAG	صناعي	2018	0.3005	0.3509	0.0000	-0.0101	11022499
الأردنية	ICAG	صناعي	2019	0.3170	0.3545	0.0000	0.0305	9260986
الأردنية	ICAG	صناعي	2020	0.3702	0.3740	0.8430	0.0826	8617928
الأردنية	ICAG	صناعي	2021	0.3840	0.3772	0.7970	0.0349	11455509
الأردنية	ICAG	صناعي	2022	0.0144	0.3205	1.4870	-0.0791	10233677
الأردنية	UMIC	صناعي	2018	0.5147	0.1145	1.1590	-0.1643	5704000
الأردنية	UMIC	صناعي	2019	0.6243	0.1467	1.1970	0.1577	6448000
الأردنية	UMIC	صناعي	2020	0.6869	0.1033	1.2880	0.0096	6846000
الأردنية	UMIC	صناعي	2021	0.5546	0.1155	1.0800	-0.1869	7873000
الأردنية	UMIC	صناعي	2022	0.4314	0.1092	1.2760	0.0798	7737000
الأردنية	TRUK	خدماتي	2018	0.3743	0.2762	0.0000	-0.0067	1965209

البورصة	الشركة	القطاع	السنة	الاحتفاظ بالنقدية	الرافعه الماليه	توزيع الأرباح	التدفقات النقدية	قيمة الشركة
الأردنية	TRUK	خدماتي	2019	0.5873	0.1845	0.0000	0.0097	1910585
الأردنية	TRUK	خدماتي	2020	0.7869	0.2123	0.0000	0.0095	850740
الأردنية	TRUK	خدماتي	2021	0.8900	0.2224	0.0000	-0.0262	713694
الأردنية	TRUK	خدماتي	2022	0.0027	0.2031	0.0000	-0.0075	930844
الأردنية	APCT	خدماتي	2018	0.0390	0.1632	1.0060	-0.0002	54166528
الأردنية	APCT	خدماتي	2019	0.0453	0.1769	0.6690	0.0014	53637228
الأردنية	APCT	خدماتي	2020	0.1385	0.2485	0.5290	0.0445	60309104
الأردنية	APCT	خدماتي	2021	0.1661	0.2270	0.9880	0.0075	60715056
الأردنية	APCT	خدماتي	2022	0.0089	0.2262	1.7740	-0.0512	19760020
الأردنية	AALU	صناعي	2018	0.2839	0.2621	0.0000	-0.0024	8839012
الأردنية	AALU	صناعي	2019	0.2858	0.1926	0.0000	0.0119	6673549
الأردنية	AALU	صناعي	2020	0.3824	0.1900	1.4130	0.1289	5571970
الأردنية	AALU	صناعي	2021	0.1581	0.1994	0.8250	-0.0325	10831028
الأردنية	AALU	صناعي	2022	0.0267	0.1524	1.0020	-0.0823	11735244
الأردنية	MBED	صناعي	2018	0.4261	0.1489	0.4780	-0.0115	10648951
الأردنية	MBED	صناعي	2019	0.3871	0.1892	0.3840	0.0036	12774680
الأردنية	MBED	صناعي	2020	0.4224	0.2140	0.2730	0.0347	14406740

البورصة	الشركة	القطاع	السنة	الاحتفاظ بالنقدية	الرافعه الماليه	توزيع الأرباح	التدفقات النقدية	قيمة الشركة
الأردنية	MBED	صناعي	2021	0.4278	0.1590	0.2690	0.0199	22150576
الأردنية	MBED	صناعي	2022	0.0964	0.2034	0.3090	0.0068	16229456
الأردنية	ASPM	صناعي	2018	0.2045	0.2074	1.1500	-0.0117	5674845
الأردنية	ASPM	صناعي	2019	0.2093	0.2549	0.0000	-0.0193	4574662
الأردنية	ASPM	صناعي	2020	0.2302	0.2304	0.0000	0.0498	4336984
الأردنية	ASPM	صناعي	2021	0.2587	0.1064	0.5890	-0.0672	4826886
الأردنية	ASPM	صناعي	2022	0.0090	0.2198	0.6480	-0.0064	5493215
الأردنية	AQRM	صناعي	2018	0.3433	0.2802	0.6510	-0.0401	2833539
الأردنية	AQRM	صناعي	2019	0.4685	0.4304	0.0000	0.0004	2082967
الأردنية	AQRM	صناعي	2020	0.2593	0.4554	0.0000	-0.0003	2237401
الأردنية	AQRM	صناعي	2021	0.2721	0.4463	0.0000	0.0062	5882784
الأردنية	AQRM	صناعي	2022	0.0056	0.5066	0.0000	-0.0004	2579115
الأردنية	JEPCO	خدماتي	2018	0.5920	0.8768	0.7390	0.0657	71403648
الأردنية	JEPCO	خدماتي	2019	0.5572	0.8720	0.6340	-0.0020	73391104
الأردنية	JEPCO	خدماتي	2020	0.5706	0.8752	0.4410	-0.0353	71343936
الأردنية	JEPCO	خدماتي	2021	0.5695	0.8744	0.7880	0.0097	68130184
الأردنية	JEPCO	خدماتي	2022	0.1661	0.8638	0.5860	0.0221	122226696

البورصة	الشركة	القطاع	السنة	الاحتفاظ بالنقدية	الرافعه الماليه	توزيع الأرباح	التدفقات النقدية	قيمة الشركة
الأردنية	ACDT	صناعي	2018	0.0137	0.3149	0.0000	-0.0006	1038573
الأردنية	ACDT	صناعي	2019	0.1118	0.2368	0.0000	0.0000	680639
الأردنية	ACDT	صناعي	2020	0.1126	0.1137	1.1010	0.0025	791711
الأردنية	ACDT	صناعي	2021	0.1101	0.0588	0.8360	-0.0015	989712
الأردنية	ACDT	صناعي	2022	0.0001	0.0672	0.0000	-0.0011	999659
الأردنية	CICO	خدمي	2018	0.1538	0.4099	0.0000	0.0032	22106258
الأردنية	CICO	خدمي	2019	0.2333	0.3601	0.0000	0.0001	35579472
الأردنية	CICO	خدمي	2020	0.1656	0.3939	0.0000	0.0073	27876134
الأردنية	CICO	خدمي	2021	0.1470	0.3942	0.0000	-0.0071	24776176
الأردنية	CICO	خدمي	2022	0.0047	0.4348	0.0000	0.0001	38068052
الأردنية	JITC	خدمي	2018	0.6668	0.4294	0.5570	0.0200	284498720
الأردنية	JITC	خدمي	2019	0.6768	0.4355	0.5910	0.0416	291254656
الأردنية	JITC	خدمي	2020	0.7159	0.3438	0.6620	-0.0927	275651936
الأردنية	JITC	خدمي	2021	0.7135	0.3439	0.8750	0.0589	256698032
الأردنية	JITC	خدمي	2022	0.0821	0.4298	0.7510	0.0121	10140000
الأردنية	JOIR	صناعي	2018	0.1188	0.0952	0.0000	0.0030	2456249
الأردنية	JOIR	صناعي	2019	0.1174	0.1016	0.0000	-0.0049	1951323

البورصة	الشركة	القطاع	السنة	الاحتفاظ بالنقدية	الرافعه الماليه	توزيع الأرباح	التدفقات النقدية	قيمة الشركة
الأردنية	JOIR	صناعي	2020	0.0242	0.1837	0.0000	0.0001	13356812
الأردنية	JOIR	صناعي	2021	0.0195	0.1876	0.0000	0.0019	3152695
الأردنية	JOIR	صناعي	2022	0.0017	0.2133	0.0000	-0.0066	1506737
الأردنية	JETT	خدمي	2018	0.1510	0.1807	0.6610	0.0089	11701801
الأردنية	JETT	خدمي	2019	0.1295	0.2084	0.0000	-0.0153	11770102
الأردنية	JETT	خدمي	2020	0.1296	0.3287	0.0000	-0.0041	12232721
الأردنية	JETT	خدمي	2021	0.2348	0.3782	0.0000	0.1153	13643360
الأردنية	JETT	خدمي	2022	0.2228	0.3545	0.5840	0.0571	11643923
الأردنية	NATA	صناعي	2018	0.3014	0.2509	0.0000	-0.0088	2626579
الأردنية	NATA	صناعي	2019	0.2305	0.1748	0.0000	-0.0137	3026511
الأردنية	NATA	صناعي	2020	0.1974	0.1801	0.0000	0.0239	7211632
الأردنية	NATA	صناعي	2021	0.2045	0.2180	0.6130	-0.0050	7294606
الأردنية	NATA	صناعي	2022	0.0208	0.2296	0.7930	0.0052	9722356
الأردنية	NAST	صناعي	2018	0.0240	0.4676	0.2030	-0.0060	3243855
الأردنية	NAST	صناعي	2019	0.0716	0.4472	0.0000	0.0361	1742542
الأردنية	NAST	صناعي	2020	0.0066	0.2429	0.0000	-0.0652	1569531
الأردنية	NAST	صناعي	2021	0.0241	0.3520	0.0000	0.0020	2881814

البورصة	الشركة	القطاع	السنة	الاحتفاظ بالنقدية	الرافعه الماليه	توزيع الأرباح	التدفقات النقدية	قيمة الشركة
الأردنية	NAST	صناعي	2022	0.0054	0.5111	0.0000	0.0024	1653788
الأردنية	ATCO	خدمي	2018	0.5474	0.7339	0.0000	0.0065	27810724
الأردنية	ATCO	خدمي	2019	0.5030	0.6969	0.0000	0.0252	19697474
الأردنية	ATCO	خدمي	2020	0.5066	0.6977	0.0000	0.0079	42490328
الأردنية	ATCO	خدمي	2021	0.5027	0.6939	0.0000	0.0122	57346808
الأردنية	ATCO	خدمي	2022	0.0923	0.7095	0.0000	0.0001	11952640
الأردنية	ASAS	صناعي	2018	0.1247	0.4434	0.0000	-0.0010	2729090
الأردنية	ASAS	صناعي	2019	0.0536	0.4657	0.0000	0.0014	3105270
الأردنية	ASAS	صناعي	2020	0.0620	0.4255	0.0000	-0.0002	1012395
الأردنية	ASAS	صناعي	2021	0.0560	0.3623	0.0000	0.0022	4039877
الأردنية	ASAS	صناعي	2022	0.0139	0.2974	0.0000	0.0095	3419204
الأردنية	MANE	خدمي	2018	0.2096	0.6857	0.7750	0.0042	159309712
الأردنية	MANE	خدمي	2019	0.2898	0.6962	0.8740	0.0926	93432272
الأردنية	MANE	خدمي	2020	0.2589	0.7377	0.0000	-0.0469	102720880
الأردنية	MANE	خدمي	2021	0.3032	0.7146	0.3770	-0.0073	113494728
الأردنية	MANE	خدمي	2022	-0.0871	0.7126	0.8700	-0.0435	126548032
الأردنية	JOST	صناعي	2018	0.0934	0.4417	0.0000	0.0128	14859129

البورصة	الشركة	القطاع	السنة	الاحتفاظ بالنقدية	الرافعه الماليه	توزيع الأرباح	التدفقات النقدية	قيمة الشركة
الأردنية	JOST	صناعي	2019	0.0352	0.5167	0.0000	-0.0157	12561069
الأردنية	JOST	صناعي	2020	0.0914	0.6177	0.0000	-0.0001	11685791
الأردنية	JOST	صناعي	2021	0.0897	0.6348	0.0000	0.0004	18635120
الأردنية	JOST	صناعي	2022	0.0043	0.6861	0.0000	0.0028	18014056
الأردنية	DADI	صناعي	2018	0.3403	0.7050	0.0000	-0.0605	18059480
الأردنية	DADI	صناعي	2019	0.3084	0.7551	0.0000	-0.0658	28303578
الأردنية	DADI	صناعي	2020	0.3373	0.6859	0.0000	0.0895	23097846
الأردنية	DADI	صناعي	2021	0.3508	0.5732	0.0000	0.0553	33753120
الأردنية	DADI	صناعي	2022	-0.0185	0.5928	0.7950	0.0245	29808020
الأردنية	NDAR	صناعي	2018	0.4560	0.5318	0.0000	-0.0173	10944061
الأردنية	NDAR	صناعي	2019	0.4640	0.5094	0.0000	0.0073	37952280
الأردنية	NDAR	صناعي	2020	0.4808	0.5146	0.0000	-0.0064	39407560
الأردنية	NDAR	صناعي	2021	0.5015	0.4840	0.0000	0.0030	46105100
الأردنية	NDAR	صناعي	2022	0.1198	0.4426	0.0000	0.1184	14460104
الأردنية	ZARA	خدماتي	2018	0.0970	0.0929	0.5820	-0.0181	98023768
الأردنية	ZARA	خدماتي	2019	0.0981	0.1056	0.0000	0.0253	81700584
الأردنية	ZARA	خدماتي	2020	0.0558	0.1258	0.0000	-0.0474	62598472

البورصة	الشركة	القطاع	السنة	الاحتفاظ بالنقدية	الرافعه الماليه	توزيع الأرباح	التدفقات النقدية	قيمة الشركة
الأردنية	ZARA	خدماتي	2021	0.0875	0.1951	0.0000	0.0276	66897808
الأردنية	ZARA	خدماتي	2022	0.1261	0.2131	0.0000	0.0782	62419612
الأردنية	SURA	خدماتي	2018	0.2249	0.0822	0.0000	0.0000	7792993
الأردنية	SURA	خدماتي	2019	0.2245	0.1004	0.0000	0.0023	6519424
الأردنية	SURA	خدماتي	2020	0.2248	0.1074	0.0000	0.0004	4868571
الأردنية	SURA	خدماتي	2021	0.2238	0.1123	0.0000	-0.0013	4479962
الأردنية	SURA	خدماتي	2022	0.0034	0.0891	0.0000	0.0009	5603804
الأردنية	SHBA	صناعي	2018	0.0261	0.3422	0.0000	-0.0012	4014441
الأردنية	SHBA	صناعي	2019	0.1200	0.1657	0.0000	0.0420	2319648
الأردنية	SHBA	صناعي	2020	0.0953	0.1633	0.0000	-0.0442	4164002
الأردنية	SHBA	صناعي	2021	0.0718	0.2082	0.0000	-0.0023	1017127
الأردنية	SHBA	صناعي	2022	0.0067	0.2155	0.0000	0.0051	4370547
الأردنية	SNRA	صناعي	2018	0.2230	0.4564	0.6940	-0.0218	53474920
الأردنية	SNRA	صناعي	2019	0.1920	0.4599	0.4090	-0.0266	72962344
الأردنية	SNRA	صناعي	2020	0.1839	0.4026	0.5730	-0.0008	92540032
الأردنية	SNRA	صناعي	2021	0.2383	0.6188	0.5930	0.0169	128573760
الأردنية	SNRA	صناعي	2022	0.0246	0.6588	0.8040	0.0008	93717240

البورصة	الشركة	القطاع	السنة	الاحتفاظ بالنقدية	الرافعه الماليه	توزيع الأرباح	التدفقات النقدية	قيمة الشركة
الأردنية	PHIL	صناعي	2018	0.6470	0.2144	0.3720	0.0281	8239831
الأردنية	PHIL	صناعي	2019	0.6962	0.2712	0.2940	0.0167	7509915
الأردنية	PHIL	صناعي	2020	0.6835	0.2370	0.0000	0.0246	7024333
الأردنية	PHIL	صناعي	2021	0.5549	0.1950	1.0970	0.0040	635094400
الأردنية	PHIL	صناعي	2022	0.0948	0.2172	0.6420	-0.0103	6313011
الأردنية	OFTC	خدمي	2018	0.2126	0.2602	0.0000	-0.0012	14601621
الأردنية	OFTC	خدمي	2019	0.1744	0.2738	0.0000	0.0067	12733455
الأردنية	OFTC	خدمي	2020	0.3704	0.4799	0.0000	-0.0072	27987790
الأردنية	OFTC	خدمي	2021	0.4047	0.4908	0.0000	0.0252	25826628
الأردنية	OFTC	خدمي	2022	0.0359	0.5327	0.6590	-0.0351	16975130
الأردنية	RUMM	خدمي	2018	0.1639	0.2215	0.0000	-0.0060	11563061
الأردنية	RUMM	خدمي	2019	0.2432	0.2848	0.0000	0.0122	9580760
الأردنية	RUMM	خدمي	2020	0.0087	0.2880	0.0000	-0.0147	8815714
الأردنية	RUMM	خدمي	2021	0.0358	0.3663	0.0000	-0.0004	9782057
الأردنية	RUMM	خدمي	2022	0.0001	0.7348	0.0000	-0.0004	16871862
الأردنية	MSFT	خدمي	2018	0.2240	0.3888	0.8300	0.0004	5067480
الأردنية	MSFT	خدمي	2019	0.2614	0.3540	0.0000	0.0005	5335755

البورصة	الشركة	القطاع	السنة	الاحتفاظ بالنقدية	الرافعه الماليه	توزيع الأرباح	التدفقات النقدية	قيمة الشركة
الأردنية	MSFT	خدماتي	2020	0.2856	0.3173	3.0260	0.0041	498144736
الأردنية	MSFT	خدماتي	2021	0.3171	0.3197	0.8350	0.0011	6759642
الأردنية	MSFT	خدماتي	2022	0.0014	0.3715	0.6900	-0.0047	6651713
الأردنية	UTOB	صناعي	2018	0.3137	0.7141	0.0000	0.0023	17518882
الأردنية	UTOB	صناعي	2019	0.1004	0.7679	0.0000	0.0089	20653406
الأردنية	UTOB	صناعي	2020	0.1836	0.8824	0.0000	-0.0027	42778944
الأردنية	UTOB	صناعي	2021	0.2545	0.9983	0.0000	-0.0005	1580519936
الأردنية	UTOB	صناعي	2022	0.0664	0.9265	0.0000	0.0603	13522632
الأردنية	JOWM	صناعي	2018	0.1169	0.0408	0.8500	-0.0202	11499781
الأردنية	JOWM	صناعي	2019	0.1371	0.0435	0.8680	0.0537	10702626
الأردنية	JOWM	صناعي	2020	0.1594	0.0449	0.8330	0.0252	8724463
الأردنية	JOWM	صناعي	2021	0.1787	0.0188	1.2930	0.0301	9095502
الأردنية	JOWM	صناعي	2022	0.0309	0.0094	0.9820	-0.0194	8263699
الأردنية	UCIC	صناعي	2018	0.2751	0.3190	0.0000	-0.1146	11904335
الأردنية	UCIC	صناعي	2019	0.3726	0.2540	0.0000	0.0029	13989415
الأردنية	UCIC	صناعي	2020	0.3605	0.2322	0.0000	-0.0155	14083905
الأردنية	UCIC	صناعي	2021	0.3389	0.2733	0.0000	-0.0172	15693954

البورصة	الشركة	القطاع	السنة	الاحتفاظ بالنقدية	الرافعه الماليه	توزيع الأرباح	التدفقات النقدية	قيمة الشركة
الأردنية	UCIC	صناعي	2022	0.0138	0.3341	0.0000	-0.0007	11551824
الأردنية	JOPT	خدمي	2018	0.6649	0.8404	0.6780	0.0041	103760768
الأردنية	JOPT	خدمي	2019	0.2039	0.8088	0.3850	0.0038	135595408
الأردنية	JOPT	خدمي	2020	0.2689	0.8026	-0.3500	-0.0072	120863552
الأردنية	JOPT	خدمي	2021	0.1624	0.7888	0.5740	0.0059	135026592
الأردنية	JOPT	خدمي	2022	0.0172	0.7764	0.4760	0.0030	158428912
الأردنية	JOPH	صناعي	2018	0.1284	0.3918	0.3470	0.0224	28602894
الأردنية	JOPH	صناعي	2019	0.0970	0.4926	0.4010	0.0076	31958072
الأردنية	JOPH	صناعي	2020	0.1315	0.4672	0.5880	0.0163	39475756
الأردنية	JOPH	صناعي	2021	0.2857	0.3831	0.4910	0.1844	132057000
الأردنية	JOPH	صناعي	2022	0.2262	0.2835	0.3450	0.1084	163682096
الفلسطينية	AHC	خدمي	2018	0.0057	0.5206	0.0000	0.0032	23236408
الفلسطينية	AHC	خدمي	2019	0.0074	0.5499	0.0000	-0.0028	24304238
الفلسطينية	AHC	خدمي	2020	0.0016	0.6409	0.0000	-0.0070	32461368
الفلسطينية	AHC	خدمي	2021	0.0443	0.6965	0.0000	0.0567	23263960
الفلسطينية	AHC	خدمي	2022	0.0326	0.7227	0.0000	-0.0152	25504698
الفلسطينية	AZIZA	صناعي	2018	0.0050	0.3009	-1.2650	-0.0139	26687548

البورصة	الشركة	القطاع	السنة	الاحتفاظ بالنقدية	الرافعه الماليه	توزيع الأرباح	التدفقات النقدية	قيمة الشركة
الفلسطينية	AZIZA	صناعي	2019	0.0463	0.2692	0.2220	0.0267	24932304
الفلسطينية	AZIZA	صناعي	2020	0.0799	0.2336	0.3430	0.0182	19156176
الفلسطينية	AZIZA	صناعي	2021	0.0615	0.2066	0.5740	-0.0295	19945630
الفلسطينية	AZIZA	صناعي	2022	0.0846	0.2116	-1.2830	0.0619	22568588
الفلسطينية	BPC	صناعي	2018	0.0201	0.1963	0.3730	0.0208	25612856
الفلسطينية	BPC	صناعي	2019	0.0512	0.1980	0.4600	0.0303	24463832
الفلسطينية	BPC	صناعي	2020	0.0258	0.1951	0.5740	-0.0247	24455880
الفلسطينية	BPC	صناعي	2021	0.0101	0.1713	0.1220	-0.0133	22874090
الفلسطينية	BPC	صناعي	2022	0.0358	0.1585	0.5950	0.0301	68202376
الفلسطينية	GMC	صناعي	2018	0.0262	0.2779	0.0000	0.0064	15870692
الفلسطينية	GMC	صناعي	2019	0.0386	0.2293	0.0000	0.0106	11710792
الفلسطينية	GMC	صناعي	2020	0.0533	0.1378	0.0000	0.0063	14741026
الفلسطينية	GMC	صناعي	2021	0.0280	0.1286	0.0000	-0.0043	13477791
الفلسطينية	GMC	صناعي	2022	0.0266	0.3542	0.0000	0.0377	17072540
الفلسطينية	JCC	صناعي	2018	0.0203	0.5633	0.0000	-0.0045	6076550
الفلسطينية	JCC	صناعي	2019	0.0190	0.5544	0.0000	-0.0019	6301625
الفلسطينية	JCC	صناعي	2020	0.0121	0.5168	0.0000	-0.0067	5818554

البورصة	الشركة	القطاع	السنة	الاحتفاظ بالنقدية	الرافعه الماليه	توزيع الأرباح	التدفقات النقدية	قيمة الشركة
الفلسطينية	JCC	صناعي	2021	0.0499	0.4824	0.3360	0.0483	12894596
الفلسطينية	JCC	صناعي	2022	0.0501	0.4646	0.5160	0.0005	9646133
الفلسطينية	JPH	صناعي	2018	0.0469	0.1849	0.3810	-0.0163	21433018
الفلسطينية	JPH	صناعي	2019	0.0163	0.2266	0.3390	0.0150	16485738
الفلسطينية	JPH	صناعي	2020	0.0428	0.2068	0.2590	0.0160	14559743
الفلسطينية	JPH	صناعي	2021	0.0626	0.2109	0.2730	0.0111	13372122
الفلسطينية	JPH	صناعي	2022	0.1005	0.2209	-0.7650	0.0336	16900426
الفلسطينية	LADAEN	صناعي	2018	0.0013	0.5215	0.0000	0.0008	4803040
الفلسطينية	LADAEN	صناعي	2019	0.0406	0.6050	0.0000	0.0397	5410285
الفلسطينية	LADAEN	صناعي	2020	0.0036	0.6416	0.0000	-0.0406	5650734
الفلسطينية	LADAEN	صناعي	2021	0.0254	0.6274	0.0000	0.0215	5098005
الفلسطينية	LADAEN	صناعي	2022	0.0326	0.5629	0.0000	0.0109	4662231
الفلسطينية	NAPCO	صناعي	2018	0.0097	0.5523	0.7260	0.0231	3343911
الفلسطينية	NAPCO	صناعي	2019	0.0123	0.5619	0.0000	0.0037	4314790
الفلسطينية	NAPCO	صناعي	2020	0.0243	0.6038	1.0290	0.0135	6990503
الفلسطينية	NAPCO	صناعي	2021	0.0945	0.6332	0.0000	0.0720	472000000
الفلسطينية	NAPCO	صناعي	2022	0.0138	0.5444	15.7350	-0.0754	8662067

البورصة	الشركة	القطاع	السنة	الاحتفاظ بالنقدية	الرافعه الماليه	توزيع الأرباح	التدفقات النقدية	قيمة الشركة
الفلسطينية	NCI	صناعي	2018	0.0669	0.1874	0.0000	0.0506	4992883
الفلسطينية	NCI	صناعي	2019	0.1255	0.3328	0.0000	0.0282	4066306
الفلسطينية	NCI	صناعي	2020	0.2423	0.3290	0.0000	0.0804	3621773
الفلسطينية	NCI	صناعي	2021	0.1290	0.2542	0.3040	-0.0513	4598141
الفلسطينية	NCI	صناعي	2022	0.0455	0.2889	-2.7040	0.0107	6791805
الفلسطينية	NSC	خدماتي	2018	0.0033	0.6058	0.8970	-0.0266	4603000
الفلسطينية	NSC	خدماتي	2019	0.0065	0.6550	0.3350	0.0106	5333255
الفلسطينية	NSC	خدماتي	2020	0.1100	0.6840	0.5030	0.0452	5266670
الفلسطينية	NSC	خدماتي	2021	0.0322	0.6338	0.2810	0.0354	4709423
الفلسطينية	NSC	خدماتي	2022	0.0705	0.6197	0.1650	-0.0241	5412866
الفلسطينية	OOREDOO	خدماتي	2018	0.1111	0.6178	0.0000	-0.0231	732231040
الفلسطينية	OOREDOO	خدماتي	2019	0.1060	0.5963	0.0000	-0.0209	840220544
الفلسطينية	OOREDOO	خدماتي	2020	0.1333	0.5496	0.0000	-0.0115	687885184
الفلسطينية	OOREDOO	خدماتي	2021	0.1897	0.4991	0.0000	0.0311	726359232
الفلسطينية	OOREDOO	خدماتي	2022	0.2173	0.4794	0.0000	0.0421	649870592
الفلسطينية	PALAQAR	خدماتي	2018	0.3182	0.6052	0.0000	0.0791	245645152
الفلسطينية	PALAQAR	خدماتي	2019	0.3543	0.5755	0.0000	0.0123	224129776

البورصة	الشركة	القطاع	السنة	الاحتفاظ بالنقدية	الرافعه الماليه	توزيع الأرباح	التدفقات النقدية	قيمة الشركة
الفلسطينية	PALAQAR	خدماتي	2020	0.3023	0.6178	0.0000	-0.0166	224079200
الفلسطينية	PALAQAR	خدماتي	2021	0.3778	0.6045	0.0000	0.0691	221113056
الفلسطينية	PALAQAR	خدماتي	2022	0.2139	0.7105	0.0000	-0.1205	231425632
الفلسطينية	PALTEL	خدماتي	2018	0.0663	0.4370	0.8120	0.0200	218550496
الفلسطينية	PALTEL	خدماتي	2019	0.0441	0.4376	1.1110	-0.0206	207668608
الفلسطينية	PALTEL	خدماتي	2020	0.0571	0.4498	5.6110	0.0096	206793440
الفلسطينية	PALTEL	خدماتي	2021	0.1093	0.4120	0.5280	0.0556	269602240
الفلسطينية	PALTEL	خدماتي	2022	0.1241	0.5688	1.7280	-0.0564	687811776
الفلسطينية	PEC	خدماتي	2018	0.1550	0.1163	0.6830	-0.0955	54139540
الفلسطينية	PEC	خدماتي	2019	0.3595	0.1175	0.7230	0.2150	56850000
الفلسطينية	PEC	خدماتي	2020	0.1946	0.1186	0.5300	-0.1537	57693984
الفلسطينية	PEC	خدماتي	2021	0.2662	0.1021	1.0010	0.0781	64409756
الفلسطينية	PEC	خدماتي	2022	0.0332	0.1781	1.7790	-0.2018	82844080
الفلسطينية	RSR	خدماتي	2018	0.0044	0.1057	0.5740	-0.0031	4865997
الفلسطينية	RSR	خدماتي	2019	0.0041	0.1017	0.0000	-0.0002	4996760
الفلسطينية	RSR	خدماتي	2020	0.0111	0.0965	0.0000	0.0070	4475981
الفلسطينية	RSR	خدماتي	2021	0.0074	0.1015	1.9560	-0.0035	4664568

البورصة	الشركة	القطاع	السنة	الاحتفاظ بالنقدية	الرافعه الماليه	توزيع الأرباح	التدفقات النقدية	قيمة الشركة
الفلسطينية	RSR	خدماتي	2022	0.0037	0.0790	2.1500	-0.0105	5275592
الفلسطينية	VOIC	صناعي	2018	0.0831	0.3168	0.4010	0.0292	9379299
الفلسطينية	VOIC	صناعي	2019	0.0504	0.2409	0.3330	-0.0305	7567535
الفلسطينية	VOIC	صناعي	2020	0.0281	0.1866	0.4040	-0.0236	5714018
الفلسطينية	VOIC	صناعي	2021	0.0226	0.3076	0.1070	-0.0063	6963827
الفلسطينية	VOIC	صناعي	2022	0.0079	0.2467	-3.7830	-0.0269	7245487
الفلسطينية	WASSEL	خدماتي	2018	0.1160	0.4835	0.0000	0.0629	11902847
الفلسطينية	WASSEL	خدماتي	2019	0.1481	0.5410	0.0000	0.0521	9336096
الفلسطينية	WASSEL	خدماتي	2020	0.1364	0.5017	0.0000	0.0279	7873634
الفلسطينية	WASSEL	خدماتي	2021	0.1972	0.4611	0.0000	0.1256	14904921
الفلسطينية	WASSEL	خدماتي	2022	0.1803	0.4460	0.0000	-0.0369	21405540

فهرس قائمة الجداول

الرقم	تفصيل	رقم الصفحة
2.1	طرق قياس المتغيرات	37
1.3	التوزيع النسبي لمجتمع الدراسة على بورصتي الأردن وفلسطين وفقا للقطاعات	55
2.3	التوزيع النسبي لمجتمع وعينة الدراسة في المرحلة الأولى من اختيار العينة	57
3.3	التوزيع النسبي لعينة الدراسة اللازمة والفعلية في المرحلة الثانية من اختيار العينة	58
4.3	مقارنة نماذج الانحدار الساكنة	69
5.3	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي والقيم المتطرفة لمتغيرات الدراسة	72
1.4	نتائج اختبار الاستقرار والتداخل الخطي	74
2.4	نتائج اختباري الارتباط الذاتي وتوزيع تباين الخطأ العشوائي	75
3.4	نتيجة اختبار أثر المرونة الماليه على قيمة الشركة	78
4.4	نتيجة اختبار أثر المرونة الماليه على قيمة الشركات المدرجة في البورصة الأردنية	80
5.4	نتيجة اختبار أثر المرونة الماليه على قيمة الشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية	

فهرس قائمة الاشكال

الرقم	تفصيل	رقم الصفحة
1.1	نموذج الدراسة	8
1.3	الوسط الحسابي لنسبة الاحتفاظ بالنقدية للشركات المدروسة خلال الفترة (2018-2022)	60
2.3	الوسط الحسابي لنسبة الرافعة المالية للشركات المدروسة خلال الفترة (2018-2022)	61

63	الوسط الحسابي لنسبة توزيعات الارباح للشركات المدروسة خلال الفترة (2022-2018)	3.3
65	الوسط الحسابي لنسبة التدفقات النقدية للشركات المدروسة خلال الفترة (2022-2018)	4.3
66	الوسط الحسابي لقيمة الشركات المدروسة خلال الفترة (2022-2018)	5.3

فهرس قائمة الملاحق

الرقم	تفصيل	رقم الصفحة
1-أ	الشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية التي شملتها الدراسة	95
1-ب	الشركات المدرجة في البورصة الأردنية التي شملتها الدراسة	96
2-أ	الأوساط الحسابية والانحرافات المعيارية للمتغيرات المستقلة (مؤشرات المرونة المالية) خلال الفترة (2022-2018)	98
2-ب	الأوساط الحسابية والانحرافات المعيارية للمتغير التابع (قيمة الشركة) خلال الفترة (2022-2018)	99
3		100

فهرس المحتويات

رقم المحتوى	الموضوع	الصفحة
	اهداء	أ
	إقرار	ب
	الشكر والتقدير	ج
	الملخص	د
	الملخص بالغة الانجليزية (Abstract)	و
	قائمة المصطلحات	ح
1	الفصل الاول - الإطار العام للبحث	1
1.1	مقدمة	1
2.1	مشكلة الدراسة	2
3.1	اسئلة الدراسة	3
4.1	أهداف الدراسة	4
5.1	أهمية الدراسة	5
6.1	فرضيات الدراسة	6
7.1	متغيرات الدراسة	7
8.1	حدود الدراسة	7
9.1	نموذج الدراسة	7
2	الفصل الثاني - الإطار النظري والدراسات السابقة	9
1.2	المرونة الماليه	9
1.1.2	مقدمة	9
2.1.2	مفهوم المرونة الماليه	11
3.1.2	أهمية المرونة الماليه	12
4.1.2	العوامل المؤثرة في المرونة الماليه	14
5.1.2	مؤشرات المرونة الماليه	15

15	الرافعة المالية	1.5.1.2
17	الإحتفاظ بالنقد	2.5.1.2
17	العوامل التي تحدد الحجم الأمثل للاحتفاظ بالنقد	1.2.5.1.2
19	دوافع واسباب الاحتفاظ بالنقد	2.2.5.1.2
21	السيولة	6.1.2
22	التدفقات النقدية	7.1.2
23	قيمة الشركة	2.2
23	مقدمة	1.2.2
24	مفهوم قيمة الشركة	2.2.2
25	المفهوم الاقتصادي للقيمة	3.2.2
26	المفهوم المحاسبي للقيمة	4.2.2
27	العوامل المؤثرة في قيمة الشركة	5.2.2
32	دور مقياس توزيعات الأرباح في تعظيم قيمة الشركة	6.2.2
32	دور المرونة الماليه في تعظيم قيمة الشركة	7.2.2
38	الدراسات السابقة	3.2
38	الدراسات العربية	1.3.2
45	الدراسات الأجنبية	2.3.2
49	ملخص الدراسات السابقة	3.3.2
52	التعليق على الدراسات السابقة	4.3.2
53	ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة	5.3.2
54	الفصل الثالث - إجراءات الدراسة ومنهجيتها	3
54	مقدمة	1.3
54	منهج الدراسة	2.3
55	مجتمع الدراسة	3.3
56	عينة الدراسة	4.3
58	متغيرات الدراسة	5.3

59	المتغيرات المستقلة	1.5.3
65	المتغير التابع	2.5.3
67	المتغيرات الضابطة	3.5.3
67	جمع البيانات وأساليب تحليلها	6.3
71	توزيع البيانات	7.3
73	الفصل الرابع - تحليل البيانات وعرض النتائج	4
73	نتائج الاختبارات القبلية	1.4
76	عرض نتائج فرضيات الدراسة	2.4
76	عَرَضُ نتيجة فرضية الدراسة الرئيسية الأولى	1.2.4
78	عَرَضُ نتيجة فرضية الدراسة الرئيسية الثانية	2.2.4
80	عَرَضُ نتيجة فرضية الدراسة الرئيسية الثالثة	3.2.4
82	ملخص النتائج ومقارنتها مع محاور الدراسات السابقة	3.4
82	ملخص النتائج	1.3.4
83	مقارنة نتائج الدراسة مع محاور الدراسات السابقة	2.3.4
85	الفصل الخامس - الاستنتاجات والتوصيات	5
85	الاستنتاجات	1.5
87	التوصيات	2.5
88	المراجع	
95	الملاحق	
119	الفهارس	
119	فهرس قائمة الجداول	
119	فهرس قائمة الأشكال	
120	فهرس قائمة الملاحق	
121	فهرس المحتويات	