

عمادة الدراسات العليا
جامعة القدس

تأثير النظام القانوني ومؤشرات الصحة المالية على الاستدامة المالية وقيمة
الشركة (دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة
فلسطين وبورصة عمان)

جهاد رجائي محمد عدوان

رسالة ماجستير

القدس - فلسطين

1447هـ / 2025 م

تأثير النظام القانوني ومؤشرات الصحة المالية على الاستدامة المالية
وقيمة الشركة (دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في
بورصة فلسطين وبورصة عمان)

اعداد:

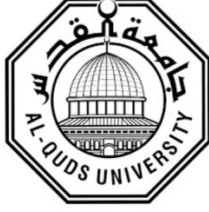
جهاد رجائي محمد عدوان

بكالوريوس محاسبة / جامعة القدس / فلسطين

المشرف: الدكتور فراس بركات

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

1447هـ / 2025 م



جامعة القدس
عمادة الدراسات العليا
محاسبة / كلية الأعمال والاقتصاد

إجازة الرسالة

تأثير النظام القانوني ومؤشرات الصحة المالية على الاستدامة المالية وقيمة
الشركة (دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة
فلسطين وبورصة عمان)

الطالب: جهاد رجائي محمد عدوان

الرقم الجامعي: 22220422

المشرف: الدكتور فراس بركات

نوقشت هذه الرسالة وأجيزت بتاريخ: 2025/08/02م من لجنة المنافسة المدرجة
أسمائهم وتواقيعهم:

التوقيع:
التوقيع:
التوقيع:

1. رئيس لجنة المناقشة: فراس بركات

2. ممتحنا داخليا: إبراهيم عتيق

3. ممتحنا خارجيا: غسان دعاس

القدس - فلسطين

1447هـ / 2025 م

﴿وَقُلْ أَعْمَلُوا فَسِيرَیَ اللَّهِ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ﴾

[سورة التوبة: 105]

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات، وبفضله تتيسر الخطى، وبتوفيقه تتجلي العثرات.
أحمدہ حمداً كثيراً طيباً مباركاً فيه، على ما منّ به من فضلٍ وعلمٍ وهداية.
إلى من سجدت ودعت، وبكت وفرحت، وانتظرتني على عتبة كل إنجاز،
إلى أُمي الحبيبة، رمز التضحية والحنان، منبع الدعاء، ومصدر النور في حياتي...
أهديك ثمرة جهدي، وعبق تعب السنين، وفخر هذا الإنجاز، فأنت تاج رأسي وسر نجاحي.
وإلى والدي العزيز، الذي علّمني أن الكرامة في العلم، وأن المجد يصنعه الجدّ واليقين،
إليك أرفع هذا العمل وقاراً ومحبة، فأنت نبع الحكمة، وبوصلة التوازن في حياتي.
إلى إخوتي وأخواتي الأعزاء، الذين كانوا النبض الحنون في خلفية الرحلة،
أهديكم هذا الإنجاز عربون وفاء، وامتناناً لقلوبكم النقية ودعواتكم الصادقة.
وإلى كل من مرّ في طريقي، بزرع كلمة، أو غرس أمل، أو قدّم دعماً،
وإلى من ظنّ بي خيراً، ودعا لي بظهر الغيب...
ولكل من علّمني أن الإخلاص سرّ القبول، وأن النية الطيبة هي أول خطوات النجاح،
أسأل الله أن يجعل هذا الجهد خالصاً لوجهه الكريم، وينفع به، ويكتب له القبول.

جهاد رجائي محمد عدوان

إقرار:

أقر أنا معد الرسالة أنها قدمت لجامعة القدس لنيل درجة الماجستير في المحاسبة، وأنها نتيجة أبحاثي باستثناء ما تم الإشارة له حيثما ورد، وأن هذه الرسالة أو أي جزء منها لم يقدم لنيل أي درجة عليا لأية جامعة أو معهد.

التوقيع: 

الاسم: جهاد رجائي محمد عدوان

التاريخ: 2025/08/02م

شكر و عرفان

الحمد لله أولاً وآخراً، ظاهراً وباطناً، الذي ألهمني القوة، ومنحني الصبر، وفتح لي أبواب العلم، ويسر لي هذا الطريق، فله الحمد كما ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه.

وبعد،

فإن الكلمات لتعجز، وإن العبارات لتقف خجلاً أمام من كان لهم الفضل بعد الله في أن ترى هذه الرسالة النور، وتصل إلى محطتها الأخيرة.

أتقدم بوافر الشكر وجزيل الامتنان إلى الدكتور فراس بركات، مشرف هذه الرسالة، الذي لم يخل عليّ بعلمه الواسع، ووقته الثمين، وتوجيهاته السديدة.

لقد كان لنبله العلمي، وحكمته التربوية، وعطائه الصادق الأثر الكبير في نضوج هذا العمل وبلورته بالشكل الذي يليق بمقام العلم والبحث.

كما أتوجه بخالص التقدير والعرفان إلى أعضاء الهيئة التدريسية في جامعة القدس الذين لم يخلوا عليّ بما يملكون من علم وخبرة، وكانوا لي منارات نهدي بها، وأمثلة نعتز بها.

ولا يسعني إلا أن أرفع أسمى معاني الشكر والعرفان إلى أسرتي الكريمة، نبض قلبي، ومصدر إلهامي، الذين أحاطوني بدعائهم، واحتضنوني بصبرهم، وكانوا السند الذي لا يميل، والعون الذي لا يخيب.

إلى والدتي، نبع الحنان، ووالدي، من غرس في قلبي حب التعلم والاجتهاد... لكم كل الفضل، بعد الله.

كما أخص بالشكر كل من منحني كلمة طيبة، أو دعاء صادقاً، أو التفت إليّ بدعم أو حسن ظن.

وأخيراً، إلى كل من آمن بالعلم، ودعم الباحثين، وساهم في صناعة المعرفة...

لكم جميعاً، هذا العمل عربون تقدير، وإهداء يحمل بين سطوره شكراً لا يقاس.

جهاد رجائي محمد عدوان

قائمة الاختصارات

#	المعنى	الاختصار
1	Return on Equity Ratio	ROE
2	Return on Asset Ratio	ROA
3	Current Ratio	CR
4	Quick Liquidity Ratio	QLR
5	Sustainable Growth Rate	SGR

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى التحقق من تأثير النظام القانوني ومؤشرات الصحة المالية على الاستدامة المالية وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين وبورصة عمان. تم استخدام المنهج الكمي الارتباطي لإجراء هذه الدراسة، وذلك بالاعتماد على بيانات سلاسل زمنية مقطعية أو البيانات اللوحية (Panel Data) للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين وبورصة عمان. وقد تم تحليل هذه البيانات من أجل التحقق من وجود علاقات سببية بين متغيرات الدراسة من أجل الوصول إلى نتائج الدراسة التي تحقق أهدافها وتجب على أسئلتها من خلال اختبار فرضيات الدراسة. تم تطبيق هذه الدراسة على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين وبورصة عمان واشتملت على بيانات هذه الشركات خلال الفترة (2019-2023). أظهرت نتائج الدراسة أولاً: وجود أثر إيجابي ودال إحصائياً للنظام القانوني على الاستدامة المالية للشركات، في حين كان تأثيره سلبياً على قيمتها السوقية. كما تبين أن بعض مؤشرات الصحة المالية تؤثر على المتغيرات التابعة للدراسة، حيث أظهر ثانياً: كل من العائد على الأصول وهامش إجمالي الربح، وهما من مؤشرات الربحية، أثراً إيجابياً؛ إذ ساهم العائد على الأصول في تعزيز الاستدامة المالية، بينما أثر هامش إجمالي الربح إيجابياً على كل من الاستدامة المالية والقيمة السوقية. ثالثاً: أما فيما يتعلق بمؤشرات السيولة، فقد كان لنسبة التداول أثر إيجابي على القيمة السوقية، بينما أثرت نسبة السيولة السريعة إيجابياً على الاستدامة المالية وسلباً على القيمة السوقية، في حين أثرت نسبة النقدية سلباً على الاستدامة المالية وإيجابياً على القيمة السوقية. رابعاً: أظهرت نسبة الديون إلى الأصول، وهي من مؤشرات الرافعة المالية، أثراً إيجابياً على الاستدامة المالية. خامساً: وفيما يخص مؤشرات الكفاءة التشغيلية، فقد كان لمعدل دوران الأصول أثر سلبي على الاستدامة المالية وإيجابي على القيمة السوقية، بينما كان لمعدل دوران المخزون أثر سلبي على القيمة السوقية. سادساً: وأخيراً، أظهرت نتائج الدراسة أن نوع شركة التدقيق الذي يمثل متغيراً ضابطاً، حيث كان لوجود شركة تدقيق من بين الشركات الأربعة الكبرى أثر إيجابي على كل من الاستدامة المالية والقيمة السوقية للشركات الصناعية. توصي الدراسة إدارات الشركات بضرورة العمل على تحسين مؤشرات الربحية وتعزيز الكفاءة التشغيلية، لما لها من دور فاعل في دعم الاستدامة المالية وزيادة القيمة السوقية. كما تؤكد على أهمية توظيف السيولة المتاحة بطريقة فعالة تحقق التوازن بين متطلبات التشغيل والربحية، إلى جانب إدارة الديون بشكل متوازن يضمن استقرار الأداء المالي دون تحميل الشركة مخاطر تمويلية زائدة. وتدعو الدراسة الباحثين إلى توسيع نطاق الأبحاث المستقبلية لتشمل قطاعات اقتصادية متنوعة، مع التركيز على تحليل مكونات النظام القانوني بشكل أكثر تفصيلاً، لفهم آلية تأثيره على الجوانب المالية للشركات بشكل أعمق وأشمل.

الكلمات المفتاحية: النظام القانوني، مؤشرات الصحة المالية، الاستدامة المالية، قيمة الشركة،
بورصة فلسطين وبورصة عمان.

The Impact of Legal System and Financial Health Indicators on Financial Sustainability and Firm Value
(An Applied Study on Industrial Companies Listed in the Palestine and Amman Stock Exchanges)

Prepared by: Jihad Rajai Mohammad Adwan

Supervised by: Dr. Firas Barakat

Abstract

This study aims to examine the impact of the legal system and financial health indicators on the financial sustainability and firm value of industrial companies listed on the Palestine Exchange and the Amman Exchange. A quantitative correlational approach was adopted, utilizing panel data from industrial firms listed on both exchanges. The data were analyzed to identify causal relationships among the study variables and to test the hypotheses. The findings revealed that the legal system has a statistically significant positive effect on financial sustainability but a negative effect on firm value. In addition, several financial health indicators were found to influence the dependent variables. Profitability ratios like Return on assets contributed positively to financial sustainability, while gross profit margin had a positive impact on both financial sustainability and firm value. Regarding liquidity indicators, the current ratio positively affected firm value, the quick ratio had a positive effect on financial sustainability but a negative one on firm value, and the cash ratio negatively affected financial sustainability while positively influencing firm value. The debt-to-assets ratio (a leverage indicator) had a positive effect on financial sustainability. In terms of operational efficiency, asset turnover negatively impacted financial sustainability and positively influenced firm value, while inventory turnover negatively affected firm value. Moreover, the type of audit firm (used as a control variable) was also found to be significant, as the presence of a Big Four audit firm positively affected both financial sustainability and firm value. Based on these findings, the study recommends that company management enhance profitability indicators and operational efficiency, as they play a critical role in supporting financial sustainability and increasing firm value. It also emphasizes the importance of effective liquidity management to balance operational needs and profitability, along with maintaining a prudent debt strategy to ensure financial stability without incurring excessive financial risk. Furthermore, the study encourages future researchers to expand the scope of analysis to include various economic sectors and to examine the components of the legal system in greater detail to gain a deeper understanding of its influence on firms' financial outcomes.

Keywords: Legal system, Financial Health Indicators, Financial Sustainability, Firm Value, Palestine Stock Exchange, Amman Stock Exchange.

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1.1 المقدمة:

يلعب النظام القانوني دوراً محورياً في تنظيم العلاقات داخل الدولة وتحديد مسؤوليات وحقوق الأفراد والمؤسسات، مما يساهم في تحقيق الاستقرار وتعزيز التنمية المستدامة. ويعد وجود نظام قانوني فعال شرطاً أساسياً لفرض سيادة القانون، وضمان العدالة، وجذب الاستثمارات. فالدول التي تتمتع بأنظمة قانونية قوية غالباً ما تظهر مستويات أعلى من الحكم الرشيد والشفافية، كما أشار البنك الدولي ضمن مؤشرات الحوكمة العالمية إلى أن "سيادة القانون" تعد أحد أبرز الأبعاد التي تقاس بها جودة الحكم، تعد مؤشرات الحوكمة العالمية (Worldwide Governance Indicators - WGI) الصادرة عن البنك الدولي من أبرز الأدوات المستخدمة في قياس جودة الحوكمة في أكثر من 200 دولة منذ عام 1996 وحتى الوقت الحاضر. وتعتمد هذه المؤشرات على ستة أبعاد رئيسية تشمل: حرية التعبير والمساءلة، الاستقرار السياسي وغياب العنف، فعالية الحكومة، جودة التنظيم، سيادة القانون، ومكافحة الفساد. ويعد بعد سيادة القانون من المؤشرات ذات العلاقة الوثيقة بفعالية النظام القانوني، حيث يقيس مدى التزام الأفراد والمؤسسات بالقواعد القانونية، وجودة تنفيذ القوانين، واستقلالية القضاء. وتعتمد المؤشرات على بيانات مركبة يتم جمعها من أكثر من 30 مصدراً من مؤسسات بحثية ومنظمات دولية وهيئات تقييم مستقلة، باستخدام نماذج إحصائية تأخذ في الاعتبار هامش الخطأ المحتمل. وعلى الرغم من القيمة التحليلية الكبيرة لهذه المؤشرات في تقييم أداء الحكومات والنظم القانونية، إلا أنها

تعتمد على تصورات ومواقف الأفراد والمؤسسات، ما يتطلب التعامل معها بحذر عند استخدامها في الدراسات الأكاديمية وصياغة السياسات العامة. (البنك الدولي، 2024)

يعتبر النظام القانوني أحد الركائز الأساسية التي تحدد الإطار الذي تعمل ضمنه المؤسسات الاقتصادية، حيث يشمل القوانين والتشريعات التي تنظم العمليات المالية والإدارية، وتحدد حقوق وواجبات الأطراف المعنية. في سياق الشركات المدرجة في بورصة فلسطين وبورصة عمان، يعد الالتزام بقواعد الحوكمة جزءاً من هذا النظام، حيث يساهم في تعزيز الشفافية والمساءلة، مما ينعكس إيجاباً على الاستدامة المالية وقيمة الشركة. (هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، 2023)

تعد دراسة مؤشرات الصحة المالية للشركات أمراً هاماً لا سيما في ظل التغيرات الاقتصادية المتسارعة والتحديات المالية التي تواجه الشركات في الأسواق الناشئة، أصبح من الضروري دراسة العوامل التي تؤثر في الاستدامة المالية للشركات وقيمتها السوقية. حيث تؤثر مؤشرات الصحة المالية للشركات بشكل مباشر على قدرتها على التوسع والنمو، وعلى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية وتجنب المخاطر التي قد تؤثر على استقرارها. من هنا، يعد قياس مؤشرات الصحة المالية بمختلف أنواعها كالربحية، السيولة، الرافعة المالية، والكفاءة التشغيلية من أهم الأدوات التي تتيح للشركات التنبؤ بقدرتها على تحقيق استدامة مالية طويلة الأجل و تعظيم قيمتها السوقية.

تعد أوقات اليوم مليئة بالتغيرات حيث أصبح كل شيء متسارع ومن الصعب على الشركات ضمان بقاءها في السوق لشدة المنافسة كما أكد (Greplová, 2014)، في مثل هذه الظروف يصبح البقاء للأقوى والأكثر استعداداً للبقاء والمنافسة ولكي تستطيع الشركة البقاء من المهم أن تكون قادرة على تقييم نفسها وذلك من خلال دراسة مؤشرات الصحة المالية بحيث تكون نتائج تقييم الشركة مهمة لمزيد من التخطيط والإدارة للشركة وهذا يمكن الشركات من مواجهة مخاطر السوق وتجنب الصعوبات المالية الخطيرة أو الإفلاس للشركات. شهدت فترة السبعينيات بروز ظاهرة فشل الأعمال بشكل ملحوظ، وهو ما أكدته كل من Altman و (1993) Hotchkiss، خاصة خلال سنوات الركود الاقتصادي في الفترة بين 1989 و 1991، التي تميزت بزيادة حالات إفلاس الشركات الكبرى. وقد أظهرت هذه المرحلة حاجة ملحة إلى تقليص تكاليف الإفلاس من خلال تعزيز الاهتمام بمؤشرات الصحة المالية ومتابعة الأداء المالي بشكل مستمر، بهدف تجنب الوقوع في الضائقة المالية التي قد تؤدي إلى الإفلاس. ويعرف الإفلاس بأنه حالة تعكس الأداء المالي السلبي للشركة، حيث يحدث عندما تعجز عن الوفاء بالتزاماتها المالية، مما يشير إلى وجود نقص في السيولة. ويتم إعلان الإفلاس عندما يتجاوز إجمالي المطلوبات إجمالي الموجودات، مما يؤدي إلى أن تصبح القيمة الصافية الحقيقية للشركة سالبة (العطوي وابو صبيح، 2022).

إن مفهوم الإستدامة المالية يعد من المفاهيم الحديثة نسبيا حيث ظهر هذا المفهوم بعد مفهوم التنمية المستدامة فهو يعد جزء منها ولكن يخص الوحدة الاقتصادية والنواحي الاقتصادية والمالية فيها وإستمراريتها وديمومتها، فالإستدامة المالية هي دراسة لفهم كيفية عمل الوحدة والسيطرة على المتغيرات الخارجية والداخلية التي تساعد على إستمراريتها وزيادة الموارد والثروة بشكل فعال فيها. فالمهنة الرئيسية للإستدامة المالية في الوحدات الاقتصادية هي عملية تحديد وتحليل التكلفة الكلية، وإمكانية التنوع في المصادر المالية للوحدة الاقتصادية. وبذلك، فإن هدف من أهداف الإستدامة المالية هو ضمان الوصول إلى أهداف الوحدة الاقتصادية عن طريق ضمان دخل كافٍ لتمكينها من الإستثمار في الأنشطة الحالية والمستقبلية ولكي يتم تحقيق هذا الهدف تحتاج الوحدة الاقتصادية إلى مواصلة النمو المستدام وبالأخص فيما يرتبط بأوضاعها المالية. والنمو المستدام هو المعدل الذي يمكن أن تنمو به الوحدة مع الحفاظ على سياستها المالية وربحيتها دون تغيير (حسين وصبيحة، 2020).

تلعب قيمة الشركة دورا مهما بالنسبة للشركة، فهي تعد مؤشر اساسي يعتمد عليها المستثمرون في تقييم نجاح الشركة، والمؤشر الذي يستند عليه المقرضون في منحهم للقروض، فضلا عن كونها تعكس مدى قدرة الشركة على سداد التزاماتها، وبالتالي درجة تجنب الدائنين لأي مخاطر ناتجة عن عدم القدرة على السداد، وعليه فإن القيمة العالية للشركة، تعني حماية كبيرة لمصالح جميع الأطراف ذات العلاقة بالشركة، فضلا عن زيادة ثروة المساهمين (Irwanto et al., 2021, Nurwulandari et al., 2019, Zuhroh, 2023) الذي جعل منها هدفا تسعى جميع الشركات إلى تحقيقه، إلا ان ذلك يرتبط ويتوقف على العديد من المتغيرات والعوامل (Hattem & Ali, 2023).

تعتبر الشركات من الركائز الأساسية للاقتصاد في جميع دول العالم، حيث تلعب دورا محوريا في تعزيز النمو الاقتصادي وخلق فرص العمل. ومع تزايد التحديات الاقتصادية التي تواجهها الشركات، أصبح من الضروري الاهتمام بتعزيز الصحة المالية للشركات، وذلك لضمان استدامتها المالية وقدرتها على النمو وتحقيق القيمة في الأسواق المالية. ففي بيئات اقتصادية غير مستقرة أو في أسواق مالية ناشئة، تواجه الشركات العديد من التحديات التي قد تؤثر بشكل مباشر على استقرارها المالي وتوازنها الاقتصادي.

2.1 مشكلة الدراسة

تعاني العديد من الدول من ضعف في أنظمتها القانونية، ما يؤدي إلى قصور في فرض القانون وغياب فعالية مؤسسات العدالة، الأمر الذي يعزز من تفشي الفساد ويقوض ثقة المواطنين في الدولة، ومما يعود بالاثار على الشركات حيث يؤدي ضعف النظام القانوني وعدم توفير البيئة الداعمة لهذه

الشركات الى التأثير على فرص النمو وتحقيق الاستدامة المالية وتعزيز قيمة الشركات. وتبرر هذه الإشكالية ضرورة البحث في تأثير النظام القانوني كعامل مؤثر على الاستدامة المالية للشركات وقيمتها السوقية.

على الرغم من أهمية مؤشرات الصحة المالية في تعزيز الاستدامة المالية للشركات وقدرتها على المحافظة على قيمتها السوقية، إلا أن العديد من الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان تواجه صعوبات مالية، بما في ذلك ارتفاع مستويات الدين، ضعف السيولة، ونقص العوائد الكافية على الأصول مما يؤدي الى انخفاض نسب الربحية وعدم القدرة على سداد الالتزامات طويلة وقصيرة الاجل وايضا لما له من اثر على الكفاءة التشغيلية للشركات. وبالتالي هذا الوضع يثير تساؤلات حول العلاقة بين مؤشرات الصحة المالية من جهة، و الاستدامة المالية و قيمة الشركات من جهة أخرى.

تكمن مشكلة الدراسة في الحاجة إلى فحص تأثير النظام القانوني ومؤشرات الصحة المالية على الاستدامة المالية وقيمة الشركات في الأسواق المالية الفلسطينية والأردنية. وهذا يتطلب تحليلاً متعمقاً لمؤشرات النظام القانوني والصحة المالية مثل الربحية، السيولة، الرافعة المالية والكفاءة التشغيلية ودورها في الحفاظ على استدامة الشركات وقدرتها على النمو وتعزيز قيمتها السوقية في بيئة اقتصادية تتسم بالتحديات. وتتمحور مشكلة الدراسة في المحاولة عن الاجابة على الاسئلة التالية:

3.1 أسئلة الدراسة

تتكون الدراسة من اربعة اسئلة رئيسية، لسؤالين منهما ثمانية اسئلة فرعية كالتالي:

السؤال الرئيسي الأول: ما أثر النظام القانوني على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان؟

السؤال الرئيسي الثاني: ما أثر النظام القانوني على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان؟

السؤال الرئيسي الثالث: ما أثر مؤشرات الصحة المالية على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان؟

ويتفرع منه الأسئلة الفرعية التالية:

1. ما أثر مؤشرات الربحية المتمثل في العائد على الأصول على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان؟

2. ما أثر مؤشرات الربحية المتمثل في هامش إجمالي الربح على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان؟

3. ما أثر مؤشرات السيولة المتمثل في نسبة السيولة الحالية على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان؟

4. ما أثر مؤشرات السيولة المتمثل في نسبة السيولة السريعة على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان؟

5. ما أثر مؤشرات السيولة المتمثل في نسبة النقدية على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان؟

6. ما أثر مؤشرات الرافعة المالية المتمثل في نسبة الديون الى الأصول على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان؟

7. ما أثر مؤشرات الكفاءة التشغيلية المتمثل في معدل دوران الأصول على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان؟

8. ما أثر مؤشرات الكفاءة التشغيلية المتمثل في معدل دوران المخزون على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان؟

السؤال الرئيسي الرابع: ما أثر مؤشرات الصحة المالية على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان؟

ويتفرع منها الاسئلة الفرعية التالية:

1. ما أثر مؤشرات الربحية المتمثل في العائد على الأصول على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان؟

2. ما أثر مؤشرات الربحية المتمثل في هامش إجمالي الربح على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان؟

3. ما أثر مؤشرات السيولة المتمثل في نسبة السيولة الحالية على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان؟

4. ما أثر مؤشرات السيولة المتمثل في نسبة السيولة السريعة على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان؟

5. ما أثر مؤشرات السيولة المتمثل في نسبة النقدية على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان؟

6. ما أثر مؤشرات الرافعة المالية المتمثل في نسبة الديون الى الأصول على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان؟

7. ما أثر مؤشرات الكفاءة التشغيلية المتمثل في معدل دوران الأصول على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان؟

8. ما أثر مؤشرات الكفاءة التشغيلية المتمثل في معدل دوران المخزون على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان؟

4.1 أهمية الدراسة

تكتسب هذه الدراسة أهمية كبيرة على المستويين الأكاديمي والعملي، حيث تسلط الضوء على العلاقة الحيوية بين النظام القانوني، مؤشرات الصحة المالية، الاستدامة المالية للشركات وقيمتها السوقية.

1.4.1 الأهمية الأكاديمية:

اما من الناحية الأكاديمية، تضيف الدراسة إلى الأدبيات العلمية المتعلقة بالأسواق المالية الناشئة، وتساهم في توسيع نطاق الأبحاث التي تستكشف تأثير النظام القانوني ومؤشرات الصحة المالية على الاستدامة المالية للشركات وقيمتها السوقية، خاصة في السياق العربي. بذلك، تعد هذه الدراسة أداة مهمة لفهم كيفية تحسين الصحة المالية للشركات وتعزيز استقرار الاقتصاد المحلي من خلال تعزيز الاستدامة المالية للشركات وقيمتها السوقية.

2.4.1 الأهمية العملية:

من الناحية العملية، تقدم الدراسة رؤى قيمة للشركات المدرجة في بورصة فلسطين وبورصة عمان، مما يساعدها على تحسين استراتيجياتها المالية واتخاذ قرارات مبنية على بيانات دقيقة لتعزيز استدامتها المالية وتحقيق قيمة سوقية مستدامة. كما تساهم الدراسة في تعزيز الفهم العام لكيفية تأثير المؤشرات المالية المختلفة، مثل الربحية والسيولة والملاءة، على قدرة الشركات على مواجهة التحديات الاقتصادية وتحقيق استقرار طويل الأجل، وفهم دور النظام القانوني في المساعدة على خلق البيئة المناسبة للعمل على استدامة الشركات وتعزيز قيمتها السوقية.

5.1 اهداف الدراسة

تتمثل اهداف الدراسة الرئيسية بما يلي:

1. التعرف على تأثير النظام القانوني على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.
2. التعرف على تأثير النظام القانوني على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.
3. التعرف على تأثير مؤشرات الصحة المالية على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.
4. التعرف على تأثير مؤشرات الصحة المالية على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.

ويترتب عليها الاهداف الفرعية التالية:

1. التعرف على تأثير مؤشرات الربحية على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.
2. التعرف على تأثير مؤشرات السيولة على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.
3. التعرف على تأثير مؤشرات الرافعة المالية على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.
4. التعرف على تأثير مؤشرات الكفاءة التشغيلية على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.
5. التعرف على تأثير مؤشرات الربحية على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.
6. التعرف على تأثير مؤشرات السيولة على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.
7. التعرف على تأثير مؤشرات الرافعة المالية على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.
8. التعرف على تأثير مؤشرات الكفاءة التشغيلية على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.

6.1 حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة بما يلي:

الحدود الموضوعية: تأثير النظام القانوني ومؤشرات الصحة المالية على الاستدامة المالية وقيمة الشركة

(دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين وبورصة عمان)

الحدود المكانية: تم تطبيق هذه الدراسة على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين وبورصة عمان.

الحدود الزمانية: اشتملت هذه الدراسة على البيانات المالية للشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2019-2023).

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

1.2 مقدمة

يتناول هذا الفصل أهم الأدبيات العربية والأجنبية المتعلقة بالنظام القانوني، الصحة المالية، وأهم النسب المالية التي تستخدم لقياس الصحة المالية للشركات، بالإضافة الى الاستدامة المالية وقيمة الشركة، وطرح نبذة عن بورصة فلسطين وبورصة عمان، وكذلك تسليط الضوء على بعض الدراسات العربية والاجنبية ذات العلاقة بمتغيرات الدراسة.

2.2 النظام القانوني

يتمثل النظام القانوني بمجموعة من القواعد التي تحدد السلطة وتحدد القيود وتحافظ على القوانين والتشريعات وأهم متغيراتها المساءلة، الاستقرار السياسي، قوانين حماية البيئة، قوانين الضرائب وتشريعات التجارة الإلكترونية والاستثمارات الأجنبية، قوانين العمل والمعايير الدولية المحاسبية والرقابية، الاستقرار الحكومي، ومكافحة الفساد وتتمثل هذه العوامل بالعلاقات مع العالم الخارجي والقوانين وطبيعة النظام السياسي للدولة الذين يؤثرها بشكل كبير على أداء الشركة إذ يتأثر أداء الشركة بالعلاقات الدولية ونوعيتها والسياسات الخارجية التي تتبعها الدولة ولكنها في النهاية توفر هذه العوامل الفائدة الحقيقية للشركة من أجل تحسين أدائها وتطويرها. (ملحم، 2019).

تختلف الدول في مدى تطور هيكل راس المال وأهميته وتعتمد قدرة الشركات على التوسع الخارجي على مواردها المالية ومدى حماية المستثمرين التي تتأثر مباشرة بالقوانين المعمول بها. فكلما كان النظام القانوني موجهًا لحماية حقوق حملة الأسهم وتعزيز الشفافية والإفصاح زادت ثقة المستثمرين وتشجيعهم على الاستثمار. وتتداخل في ذلك عوامل اقتصادية وثقافية وقانونية كما هو الحال في فلسطين التي يتمتع نظامها القانوني والسياسي نسبياً بالاستقرار مما يعزز الإفصاح ويخلق بيئة محفزة للنمو والاستثمار (Barakat et al, 2015).

ويلاحظ أن ممارسات التقارير المالية تتطور بشكل مختلف في كل دولة استناداً إلى طبيعة السوق، ونظام الضرائب، والنظام القانوني، ومدى قوة نظام الإنفاذ التنظيمي. فكلما زادت فاعلية النظام القانوني والتنظيمي، ارتفعت مستويات الإفصاح والامتثال لدى الشركات (Mirshekary & Sandagaran, 2005).

علاوة على ذلك، فإن مدى صرامة تطبيق القانون يعد عاملاً حاسماً في تعزيز إفصاح الشركات عن المعلومات. إذ أظهرت الدراسات أن الشركات تتصرف بمسؤولية أكبر عندما تعمل ضمن بيئة مؤسسية تتوفر فيها ضغوط تنظيمية وقانونية قوية، سواء كانت ضغوطاً قسرية أو معيارية وهذا يساعد الشركات على العمل على تحقيق الاستدامة المالية (Campbell, 2006).

1.2.2 مؤشرات النظام القانوني

تعد مؤشرات النظام القانوني من الأدوات المهمة التي يستخدمها البنك الدولي لتقييم جودة أداء النظم القانونية والمؤسسات الحكومية في أكثر من 200 دولة وإقليم خلال الفترة من 1996 حتى 2023. تهدف هذه المؤشرات إلى قياس الأبعاد المختلفة لأداء النظام القانوني والإداري، مما يساعد في فهم مدى فعالية وكفاءة الإدارة الحكومية وتأثيرها على التنمية والاستقرار السياسي والمالي، وهي كالاتي: (البنك الدولي، 2024).

حرية التعبير والمسائلة

يقيس هذا المؤشر مدى قدرة المواطنين على المشاركة في اختيار حكوماتهم، بالإضافة إلى حرية التعبير وحرية التجمع ووجود وسائل إعلام حرة ومستقلة، مما يعكس درجة الديمقراطية وحرية التعبير في الدولة.

الاستقرار السياسي وغياب العنف

يظهر هذا المؤشر مدى احتمالية حدوث اضطرابات سياسية أو أعمال عنف تؤثر على استقرار الدولة، ويعكس قدرة النظام القانوني على توفير بيئة سياسية وأمنية مستقرة.

فعالية الحكومة

يقيس جودة الخدمات العامة المقدمة، وكفاءة الجهاز الإداري، واستقلاله عن الضغوط السياسية، بالإضافة إلى جودة تنفيذ السياسات الحكومية، مما يعكس مدى قدرة النظام القانوني على تحقيق أهدافه.

جودة التنظيم

يركز هذا المؤشر على قدرة النظام القانوني في صياغة وتنفيذ سياسات تنظيمية تدعم النمو الاقتصادي، وتشجع على تطوير القطاع الخاص، وتعزيز بيئة أعمال مناسبة ومستقرة.

سيادة القانون

يعكس مدى احترام القوانين وتطبيقها، وفعالية النظام القضائي، وحماية حقوق الملكية، بالإضافة إلى مدى انتشار الجريمة والعنف، مما يؤثر على ثقة المواطنين في النظام القانوني.

مكافحة الفساد

يقيس هذا المؤشر مدى قدرة النظام القانوني على الحد من الفساد بأنواعه المختلفة، سواء كان فسادا صغيرا أو استغلالا للنفوذ من قبل النخبة، مما يعكس نزاهة وشفافية المؤسسات الحكومية. توفر هذه المؤشرات رؤية شاملة لأداء النظام القانوني في الدول، وتساعد الباحثين وصناع القرار على تقييم الأوضاع السياسية والاقتصادية وتحسين جودة الإدارة العامة بما ينعكس إيجابا على التنمية المستدامة.

2.2.2 مؤشرات النظام القانوني في فلسطين والاردن

بالاستناد الى مؤشرات النظام القانوني التي وضعها البنك الدولي وهي على ستة أبعاد رئيسية تشمل: الصوت والمساءلة، الاستقرار السياسي وغياب العنف، فاعلية الحكومة، جودة التنظيم، سيادة القانون، ومكافحة الفساد يوضح الجدول التالي مؤشرات النظام القانوني التي تم اعتمادها في هذه الدراسة مع مقارنة بين فلسطين والاردن للعام 2023 حيث تم اعتماد بيانات هذه المؤشرات في الدولتين خلال (2019 - 2023) في هذه الدراسة.

جدول رقم 1.2: مؤشرات النظام القانوني في فلسطين والاردن للعام 2023.

الرقم	المؤشر	المنطقة	النسبة المئوية
1	حرية التعبير والمساءلة	فلسطين	18.14
		الاردن	26.96
2	الاستقرار السياسي وغياب العنف	فلسطين	7.11
		الاردن	40.28
3	فعالية الحكومة	فلسطين	10.38
		الاردن	64.62
4	جودة التنظيم	فلسطين	41.98
		الاردن	59.43
5	سيادة القانون	فلسطين	25.94
		الاردن	58.02
6	مكافحة الفساد	فلسطين	26.42
		الاردن	57.55

نلاحظ الاختلاف بين الواقعين الفلسطيني والاردني من خلال هذه المؤشرات مما يدل على وجود نظام قانوني افضل في الاردن مما قد يساهم في خلق فرصة للشركات في العمل على تعزيز الاستدامة المالية و القيمة السوقية، اما بالنسبة للواقع الفلسطيني فانه اقل مساهمة في المساعدة على ذلك او ربما يؤدي الى وجود عبء في تعزيز الاستدامة المالية و القيمة السوقية للشركات.

3.2.2 مفهوم النظام القانوني في الشركات

النظام القانوني في الشركات يشمل مجموعة من القوانين واللوائح التي تنظم عملياتها الداخلية والخارجية، مثل قانون الشركات، قوانين الضرائب، وقوانين العمل. يهدف هذا النظام إلى ضمان

سير العمل بشكل قانوني ومنظم، مما يعزز من استقرار الشركة وثقة المستثمرين فيها. (العواودة، 2018)

4.2.2 دور النظام القانوني في تعزيز الحوكمة

يعتبر النظام القانوني أساساً لتطبيق مبادئ الحوكمة في الشركات، حيث يوفر الإطار التشريعي اللازم لتنظيم العلاقة بين مجلس الإدارة، الإدارة التنفيذية، والمساهمين. من خلال تطبيق قواعد الحوكمة، مثل الشفافية، المساءلة، والعدالة، يمكن تحسين الأداء المالي للشركات وزيادة قيمتها السوقية. (International Finance Corporation, 2013)

5.2.2 تأثير النظام القانوني على الاستدامة المالية وقيمة الشركة

تشير الدراسات إلى أن الالتزام بقواعد الحوكمة ضمن النظام القانوني يساهم في تحسين الأداء المالي للشركات، مما ينعكس إيجاباً على استدامتها المالية وقيمتها السوقية. على سبيل المثال، أظهرت دراسة أن تطبيق مبادئ الحوكمة في البنوك المدرجة في بورصة فلسطين كان له أثر إيجابي على الاستدامة المالية، خاصة من خلال تعزيز مسؤوليات مجلس الإدارة والشفافية. (قابجة، 2012)

3.2 الصحة المالية

1.3.2 مفهوم الصحة المالية

عادة ما يشار إلى الوضع المالي المرضي لشركة ما على أنه المظهر الصحي الذي ينبغي أن تتمتع به الشركات السليمة من حيث الاداء المالي، تتوفر الصحة المالية في الشركة القادرة في الوقت الحاضر وفي المستقبل على تقدير رأس مالها الذي يتلائم مع مستوى مخاطر العمل في بيئتها المحيطة وكذلك قدرة الشركة على توفير السيولة الكافية في الوقت المناسب أي قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية في الوقت المحدد لذا عادة ما تستخدم طرق التحليل المالي هذه النسب مثل تحليل الربحية والسيولة والمديونية والنشاط كأداة لتقييم الصحة المالية للشركة. تعد الشركات بصورة عامة ناجحة إذا نجحت في تحقيق أهدافها المحددة على المدى الطويل حيث تتمثل مهمة المدير في تحديد هذه الأهداف وتحديد أفضل الطرق لتحقيقها ومع ذلك من الضروري توفر كمية كافية من المعلومات ذات الصلة لاتخاذ القرار الأمثل فالتحليل المالي يعرف على أنه أداة تزود المدراء ومتخذي القرار بالمعلومات المناسبة لقراراتهم الإستراتيجية والتشغيلية حيث يفحص التحليل المالي تطور الوضع الاقتصادي للشركة في الماضي وعلى هذا الأساس يسمح بتقييم صحتها المالية في المستقبل ومن خلال التحليل المالي من الممكن الكشف عن مناطق المشاكل في الشركة التي يجب على المدير المالي

أن يركز انتباهه على حلها لذا فإن نتيجة التحليل المالي هي تقييم عام وشامل للوضع المالي للشركة وتحديد نقاط القوة والضعف داخلها ووضع الحلول المناسبة لتلك المشاكل لذا يمكن تقييم الصحة المالية لأي شركة من خلال التحليل المالي وتحديد نقاط القوة والضعف فيها مع اقتراح التحسينات الممكنة من أجل رفع مستوى أدائها المالي (العطوي وابو صبيح، 2022).

تعرف الصحة المالية بأنها قدرة الإدارة المالية للشركة على إدارة الإيرادات والنفقات، وضمان وضع مالي مستقر وديون قابلة للإدارة للشركة (Barnard et al, 2010).

يعرف (Banne et al, 2019) الصحة المالية بأنها تصور لنتائج أعمال الشركة بناء على التقارير المالية خلال فترة محددة. في حين أن (Kliestik et al, 2020) يعتبر الصحة المالية أحد مؤشرات قدرة المنظمة على تحقيق النمو والنجاح على المدى الطويل في السوق التنافسية، (Weida et al, 2020) يؤكدون أيضا أن المخاطر المالية تعبر عن قدرة المنظمة على إدارة النفقات، واستعدادها للتعافي من الصدمات غير المتوقعة، وتحقيق الأرباح والنمو، والمنافسة في السوق، وتقييم وضعها المستقبلي، وتجنب المخاطر المالية.

يعتبر تقييم الصحة المالية من الأولويات المهمة للشركة ويحظى باهتمام العديد من الأطراف بما في ذلك الإدارة المالية والمستثمرين والمقرضين لأنه يعكس الوضع المالي للشركة مما يؤثر على قيمتها السوقية وقدرتها على الوصول إلى التمويل الخارجي بسهولة ويساعد في اكتشاف نقاط القوة والضعف التي يمكن أن تدعم سياسات السيولة والائتمان المتبعة (Murdayanti et al, 2015).

يعتمد تقييم الصحة المالية على البيانات المالية المدرجة في البيانات المالية مثل الميزانية، بيان الدخل وقائمة التدفقات النقدية التي يمكن تلخيص مؤشرات الصحة المالية منها واستخدامها لتحديد سلامة الوضع المالي من حيث الالتزامات المالية للشركة وتحديد القيمة الحقيقية لأصولها وحجم ديونها ودخلها وتكاليفها (Statcan, 2018).

يمكن مقارنة مؤشرات الصحة المالية مع الشركات المنافسة مما ينتج عنه نتائج حول الوضع المالي للشركة وللتنبؤ بإمكانية الإفلاس في المستقبل (Gitman, 2009). وبالتالي، يمكن تعريف الصحة المالية على أنها تقييم الوضع المالي للشركة من حيث قدرتها على إدارة الموارد المالية، والتزامها بتغطية التزاماتها في الوقت المناسب، واستعدادها للتعافي من الصدمات من أجل تحقيق الأهداف الاستراتيجية والاستقرار.

يمكن أن تساعد مؤشرات الصحة المالية في التنبؤ بالإفلاس. تقيس نسب السيولة قدرة الشركة على تلبية الالتزامات المالية قصيرة الأجل، في حين تقيم نسب الديون قدرة الشركة على سداد الديون. تقيم نسب الربحية قدرة الشركة على توليد الربح نسبة إلى الإيرادات أو الأصول أو حقوق الملكية. تساعد

مؤشرات التدفق النقدي في فهم قدرة الشركة على توليد وإدارة النقد. يمكن أن يشير التدفق النقدي التشغيلي السلبي، أو انخفاض الاحتياطات النقدية، أو عدم كفاية النقد لتغطية النفقات التشغيلية إلى ضائقة مالية وإفلاس محتمل. يمكن أن يوفر مراقبة وتحليل هذه المؤشرات بمرور الوقت رؤى قيمة حول الاستقرار المالي للشركة وتحديد مخاطر الإفلاس المحتملة. (Al-Hasanko, 2024).

عرف الصحة المالية (Siahpush et al, 2007) بأنها الرفاه المادي والذي تم قياسه من خلال التأكد من تصورات الجمهور لرفاههم المادي في سلسلة تتراوح من الازدهار إلى الفقر المدقع ، في حين عرفها (Barnard et al, 2010) على أنها القدرة على إدارة الدخل والمصروفات بطريقة تؤدي إلى وضع مالي مستقر للشركة والذي يتضمن حالة ديون التي يمكن التحكم فيها ، وعرفت الصحة المالية من قبل (Masri, 2020) كذلك على انها جانب من جوانب تقييم الأداء المالي بخلاف الجوانب التشغيلية والإدارية وأن قياس الصحة المالية داخل الشركة، كما أوضح (Kritsonis, 2005) أمر بالغ الأهمية ويجب على الإدارة أن تكون سباقة في تقييم الصحة المالية المستقبلية للشركة باستمرار قبل أن تنعكس في البيانات المالية لتلك الشركة، ويضيف (Banne et al, 2019) هناك العديد من العوامل التي تؤثر على الصحة المالية وهي العامل الاقتصادي والعامل الصناعي والعامل التكنولوجي وأنظمة الدول وقوانينها تتكامل هذه العوامل معاً وتؤثر على أداء الشركة سواء كان ذلك بشكل مباشر أو غير مباشر مما يؤثر بشكل أكبر على الصحة المالية للشركة (العطوي وابو صبيح، 2022).

ان مفهوم الصحة المالية يشير بشكل عام على أنها قدرة الشركة على استخدام أصولها من أجل توليد الإيرادات بطريقة فعالة ، يمكن اعتبارها على أنها قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها (دفع الالتزامات) عند استحقاقها (الملاءة) وكذلك إدارة شؤونها الداخلية بكفاءة دون الإفلاس ، اذ التنبؤ بالصحة المالية لشركة ما يشبه كثيراً التنبؤ بالإفلاس (Rücková, 2019).

ويضيف (KALOUDA, 2006) بان الصحة المالية تعد أحد المعايير الهامة في تقييم الاداء وتعد مكمل لمؤشرات الربحية والسيولة الذي تحققه الشركة ، ويضيف بان الصحة المالية والاستقرار أمران حاسمان لأي شركة ، لأنه لا يمكن لأي عمل أن يستمر في السوق لفترة طويلة ، ما لم يتم استيفاء شرط الوجود الأساسي هذا على الأقل (الجبوري والزبيدي, 2022).

يرى (Kaplinski, 2008) إن معرفة الصحة المالية ليس فقط مهما للشركة نفسها ، ولكن أيضا للكيانات التي تتعامل مع الشركة والتي ترتبط أنشطتها التجارية بها، تشمل هذه الكيانات الزبائن والموردين والدولة والمؤسسات المالية مثل البنوك وشركات التأمين. كما يرى (Kritsonis, 2005) أن قياسها في داخل الشركة أمر بالغ الأهمية ويجب على الإدارة ان تكون سباقة في تقييم الصحة المالية المستقبلية للشركة باستمرار قبل أن تنعكس في البيانات المالية لتلك الشركة. وينقل (Pina

(et al, 2021) عن جمعية الإدارة الأمريكية (ICMA) والتي حددت الصحة المالية على أنها القدرة على الحفاظ على مستويات الخدمة الحالية ، ومقاومة الاضطرابات المحلية والإقليمية، وتلبية متطلبات النمو الطبيعي والانحدار والتغيير، تتكون أداة IMA من إجمالي 42 مؤشراً مصنفة إلى عوامل مختلفة: الإيرادات، النفقات، الوضع التشغيلي، الديون، المسؤولية غير الممولة، مصنع رأس المال، احتياجات المجتمع وموارده ومؤشرات مخاطر الكوارث، وأدوات المقارنة الأخرى المقبولة هي نظام التنبيه من المعهد الكندي للمحاسبين القانونيين ، والنسب المدرجة في التقرير المالي السنوي الشامل الذي وضعه GASBS 34 (مجلس معايير المحاسبة الحكومية). ان المفهوم المعاكس للصحة المالية هو الضائقة المالية كما ذكرها (Holecková, 2008) هي عبارة عن وجود مشاكل خطيرة للغاية في التدفقات النقدية، عندها تكون السيولة مهددة ولا يمكن حل الوضع دون تغييرات جوهرية في أنشطة الشركة وفي طريقة التمويل (الجبوري والزبيدي, 2022).

ويضيف (Michalec, 2011) بان الحديث عن شركة صحية عندما تكون قادرة على تحقيق الغرض من وجودها ، وبالتالي يمكن تحقيق الربح المنشود أو زيادة قيمة الشركة، وفي الوقت نفسه تكون الشركة قادرة على سداد التزاماتها بشكل صحيح، ولا تكون الشركة عرضة للإعسار في المستقبل وإظهار مستوى جيد من السيولة على المدى الطويل (الجبوري والزبيدي, 2022).

2.3.2 أهمية الصحة المالية

تعد الصحة المالية لأي شركة هدف لا بد من تحقيقه لضمان تدفق الربحية وتحقيق الاستمرارية ويعد قياس الصحة المالية داخل الشركة أمر بالغ الأهمية حيث أن الأداء المالي للشركات يؤثر على الكثير من الأشياء داخل الشركة مثل التحفيز والدخل (Banne et al, 2019).

وأيضاً يؤثر الأداء المالي الجيد على سلوك الموظف بشأن العمل أي أن الوضع المالي الجيد يخلق دوافع جيدة لدى العاملين حيث يعني الأداء المالي الجيد أن الشركة تدرّ قادراً جيداً من الأرباح ، وبالتالي فإن تحقيق الربحية سيكون له تأثير جيد على عمليات الشركة إضافة لذلك إن الحفاظ على الشركة في وضع مالي جيد مطلوب من أجل التنافس مع الشركات الأخرى في الصناعة، لأن كل الشركات الموجودة هناك تهدف إلى ذلك ، هذا من جانب ومن جانب آخر يعد تحديد الصحة المالية أمر مفصلي وهام للمستثمرين وأصحاب رؤوس الأموال حيث من خلال دراسة وتحليل الحالة المالية للشركة يتمكن المستثمر من تحديد فرص الاستثمار في أي من الشركات الموجودة وللاهمية البالغة التي يمثلها موضوع تحديد الصحة المالية بالنسبة للشركة يمكن تحديد الصحة المالية للشركات من خلال قسمين القسم الاول: دراسة حالة الشركات والقسم الثاني: تحليل البيانات التي تقدمها الشركة، فدراسة حالة الشركة كما وضحتها (Kritsonis, 2005) يتمثل في المعرفة لأهداف الشركة طويلة

الاجل والمبادئ التوجيهية التنظيمية والمنافسة وكفاءة العمليات التي تجري داخل الشركة وكفاءة الإدارة لتقييم صحة الشركة في المستقبل بدقة لكن عادة ماتكون هذه المعلومات متاحة للمدراء وأصحاب القرار في الشركة ولكنها قد تكون غير متاحة للمستثمرين في هذه الحالة ، يكون التحليل المالي لبيانات الشركة هو الحل حيث يستخدم المستثمرون التحليل المالي للتنبؤ بمستقبل الشركة ويعتبر التحليل المالي ضروري جدا للوقوف على الصحة المالية للشركة ليس فقط للمستثمرين بل يستخدم المديرون التحليل المالي للمساعدة في توقع الظروف المستقبلية وكنقطة انطلاق للإجراءات المخططة التي من شأنها تحسين أداء الشركة في المستقبل لذا يمكن أستخراج النسب من البيانات الموجودة في بيان الدخل والميزانية العمومية للشركة والتي يمكن أن تساعد في تقييم صحة الشركة المالية في المستقبل (العطوي وابو صبيح، 2022)

وقد أكد (Kubenka, 2015) أن الصحة المالية تعبر عن الوضع المالي المرضي للشركة حيث يتم تمثيلها على أنها تقاطع منطقي بين الربحية والسيولة (الصحة المالية = الربحية + السيولة) وحسب (Kubenka) تكون الشركة سليمة مالياً إذا توفرت ثلاثة شروط وهي:

(1) إذا كانت قادرة علي تحديد حاجتها من الاموال المستثمرة بصورة دقيقة.

(2) مستقرة مالياً وغير مقيدة في اتخاذ قراراتها من قبل الكيانات الأخرى (المديونية).

(3) قادرة على سداد التزاماتها وبالتالي ضمان استمرار وجود وتقدير الأموال المستثمرة.

القسم الأول : دراسة حالة الشركة لتحديد مدى تمتعها بالصحة المالية

تعد عملية دراسة الوضع المالي للشركة وتقييم الصحة المالية المستقبلية أمر ضروري ومفصلي في وقتنا الراهن حيث لم يعد مجرد تجنب الإفلاس معياراً مقبولاً في مجال الاعمال بل يجب أن تكون الإدارة سباقية في تحديد الفرص والمخاطر وأن تقيم باستمرار الصحة المالية المستقبلية للشركة قبل أن تنعكس المخاطر في نتائج البيانات المالية لها لذا يجب عل الشركة التفكير في اتخاذ إجراءات تصحيحية قبل إنفاق الوقت والمال بدون تخطيط ودراسة معمقة من خلال مواكبة التغييرات المتسارعة في البيئة الخارجية والتكيف معها وأخذ الإجراءات المناسبة في الوقت المناسب حيث عد (Kritsonis, 2005) يقظة أصحاب القرار والحركة الاستباقية لهم في التكيف مع التغييرات في البيئة الخارجية عنصر استراتيجي حيوي لضمان تمتع الشركات بالصحة المالية على المدى الطويل من خلال توجيه الإدارة للتدفق النقدي الكافي للمشاريع والبرامج الحيوية للشركات وقد وضع (Kritsonis) عدة خطوات لتقييم الصحة المالية للشركات وهي كالتالي :

1. الأهداف والاستراتيجيات

تبدأ نقطة البداية لتقييم الصحة المالية للشركة من خلال تحقيق أهداف الشركة واستراتيجياتها حيث يتوجب إجراء تحقيق شامل لفهم أهداف الشركة بالكامل لذا يجب أن تتماشى الأهداف لكل قسم بالشركة مع خططها الاستراتيجية الشاملة فقد عرف (Honchar, 2013) الخطة الاستراتيجية على أنها عدد من الإجراءات والقرارات التي تتخذها إدارة الشركة والتي تؤدي إلى تطوير الاستراتيجيات المحددة المصممة لمساعدة المؤسسة على إثبات رسالتها وتحقيق أهدافها في كل مرحلة من مراحل دورة حياتها .

2. التنبؤ بحجم الإيرادات للشركة

تعد توقعات الإيرادات من المعلومات المهمة جداً للشركات لاستخدامها من قبل العديد من الأطراف بما في ذلك المستثمرين والمؤسسات المقرضة وغيرهم من المهتمين ويجب أن تكون توقعات الإيرادات معلومات واضحة وسهلة الفهم من قبل المستثمر وبالتالي سيكون المستثمر أسهل في قراءة معلومات توقعات الإيرادات التي تنعكس في بيان التقرير المالي (Murdayanti et al, 2015).

3. استثمارات لدعم استراتيجية سوق المنتجات

تتضمن الخطوة الثالثة لتقييم الصحة المالية المستقبلية للشركة تقدير قيمة الاستثمارات التي قامت بها الشركة لدعم استراتيجيتها في سوق المنتجات حيث عادة ماتكون المشاريع الاستثمارية ذات تركيز إستراتيجي وقد عرف المشاريع الاستراتيجية على أنها استثمارات كبيره تتطوي على مستويات عالية من المخاطر وتنتج نتائج يصعب تحديدها أو غير ملموسة ، ولها تأثير كبير على المدى الطويل على أداء الشركة مثل عمليات الاستحواذ والاندماج للشركات وإدخال خطوط إنتاج جديدة رئيسية، وإدخال تقنيات تصنيع متقدمة (Alkaraan & Northcott, 2006).

4. الربحية المستقبلية والأداء التنافسي

أن الربحية المستقبلية والأداء التنافسي مؤشر واضح على الوضع المالي الصحي للشركة في الحاضر والمستقبل حيث تؤثر الربحية على القيمة السوقية لحق الملكية للشركة وعلى قدرتها للوصول الى التمويل الخارجي وعلى نمو الشركة وتطورها في المستقبل اما بالنسبة للمنافسة فأن قدرة الشركة على مجارات المنافسين والتفوق عليهم بأدائها المتميز في محيطها وبالتالي وضعها المالي الجيد وتحقيقها للمكاسب المرضية وهذا يدل على تمتعها بصحة مالية مقنعة بالنسبة للإدارة والمالكين والمستثمرين.

5. احتياجات التمويل الخارجي المستقبلية

في ظل الظروف الاقتصادية المتطورة والمتغيرة تواجه الشركات التي ترغب في مواصلة العمل بيئة تنافسية بشكل متزايد وتتخذ مجموعة متنوعة من القرارات المالية لتكون قادرة على البقاء والنمو وتحقيق الأرباح وقد أشار (Karakaya et al, 2017) في هذه القرارات المالية، يعد اختيار المصادر المالية وتوفيرها على النحو الذي تتطلبه استراتيجية نمو الشركة أمراً حيوياً للشركة.

القسم الثاني: التحليل المالي والصحة المالية

دور التحليل المالي في تحديد الصحة المالية مهم جداً ويمكننا أن نبرهن ذلك من خلال تناول الموضوع من جانبين هما نظرية التحليل المالي والصحة المالية ودور القوائم المالية في تحديد الصحة المالية للشركات وهي كالآتي:

أولاً: نظرية التحليل المالي والصحة المالية

التحليل المالي هو جزء مهم من الإدارة المالية للشركة ويرتبط التحليل المالي بالمحاسبة المالية والتي توفر معلومات لاتخاذ القرارات المالية من خلال البيانات المالية الأساسية مثل الميزانية العمومية وبيان الأرباح والخسائر وبيان التدفق النقدي ويوجد مصادر أخرى للتحليل المالي هي بيانات المحاسبة الداخلية للشركة وبيانات سوق الأوراق المالية ورأس المال والإحصاءات الاقتصادية وقد أشار إلى ذلك (Slaviková, 2006) أن الغرض من التحليل المالي هو القيام بمساعدة الإدارة المالية للشركة باتخاذ القرارات الرشيدة باتجاه تحقيق الأهداف التي تسعى لبلوغها إضافة لذلك يعد التحليل المالي أسلوب يستخدم بيانات التقارير المالية ويقارن البيانات الفردية مع بعضها البعض ويوسع القوة التفسيرية للبيانات المالية الفردية كون البيانات المالية وحدها لا تقدم صورة كاملة للوضع المالي للشركة ونقاط القوة والضعف والجودة الشاملة للإدارة ويستخدم التحليل المالي أدوات منهجية خاصة لتشخيص الصحة المالية والتي تمثل الإدارة المالية المرضية للشركة.

ثانياً: دور القوائم المالية في تحديد الصحة المالية للشركات

أن التقارير المالية هي عملية إعداد وإصدار المعلومات المالية عن الشركة حيث يجب أن تكون هذه المعلومات مفيدة للمستثمرين والدائنين الحاليين والمحتملين والمستخدمين الآخرين في اتخاذ قرارات رشيدة للاستثمار والائتمان وما شابه ذلك. معلومات بشأن المقبوضات النقدية المتوقعة من أرباح الأسهم أو الفوائد والعائدات من بيع الأوراق المالية أو استردادها أو آجال استحقاقها إضافة إلى معلومات حول الموارد الاقتصادية لمنظمة ما ، والمطالبة بهذه الموارد وآثار المعاملات والأحداث والظروف التي تغير مواردها والمطالبات بهذه الموارد.

ان الميزانية العمومية وبيان الدخل لهما أدوار مختلفة في تشخيص الصحة المالية للشركة حيث يتمثل الدور الأساسي لقائمة الدخل حسب ما ذكر (Barth et al, 1998) في تقييم حق الملكية و توفير معلومات المرتبطة بفرص النمو المستقبلية للشركة وصافي الأصول الأخرى أما الدور المميز للميزانية العمومية هو تسهيل قرارات القروض ومراقبة عقود الديون وتوفير معلومات عن قيم التصفية بافتراض أن القيم الدفترية تقارب قيم التصفية وقيم التصفية تمثل مقدار صافي الأصول المتاحة في حالة التخلف عن السداد وبالتالي تصبح قيم التصفية موجودة ضمنية خلال معلومات الميزانية العمومية وتزداد أهمية قيم التصفية لتقييم حقوق الملكية بشكل متزايد مع زيادة مخاطر التخلف عن السداد حيث ترتبط أهمية قيم التصفية وبالتالي مبالغ الميزانية العمومية بقيمة خيار التخلي عن الشركة وخيار التخلي هو من الصلاحيات التي تحتفظ به الإدارة وهو خيار طرح الأصول للمشتريين الخارجيين بسعر يساوي قيمة التصفية ومن هذا يتضح أهمية القوائم المالية في تشخيص الوضع المالي للشركة والتي تعد كمؤشر أذار في غاية الاهمية لتجنب الخسائر في حال ظهرت النتائج سلبية من خلال تحليل قوائم الشركات المالية أما أن كانت النتائج ايجابية فهذا يدل على الصحة المالية مرضية للشركات المعنية .

العوامل المؤثرة على الصحة المالية للشركة

تتأثر الصحة المالية للشركة بعدة عوامل تتعلق بأدائها المالي وقدرتها على تحقيق الأرباح والنمو، وأبرز هذه العوامل هي الإيرادات، حيث يعكس حجم الإيرادات واستدامتها قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المالية وتحقيق أرباح مستدامة (Kritsonis, 2005). بالإضافة إلى ذلك، تلعب إدارة التكاليف والنفقات بشكل فعال دوراً حاسماً في الصحة المالية. يجب على الشركة مراقبة وتحليل التكاليف والنفقات بعناية لتحقيق قدر أكبر من الكفاءة وتقليل الهدر المالي (Daryanto & Samidi, 2018).

كما يعد توفير التمويل اللازم لتلبية الاحتياجات المالية للشركة عاملاً مهماً في صحتها المالية. يجب أن تكون الشركة قادرة على الحصول على تمويل كافٍ لتمويل وتوسيع نشاطها التجاري وتحقيق نمو مستدام (Rahaman, 2011).

لا يمكن تجاهل أهمية إدارة المخاطر المالية، يتعين على الشركة تحليل المخاطر المحتملة واتخاذ الإجراءات اللازمة للحد من تأثيرها على الأداء المالي والحفاظ على الصحة المالية، كما تعد القدرة على التنبؤ بالتطورات المالية المستقبلية وتطوير الاستراتيجيات المالية المناسبة جزءاً أساسياً من الصحة المالية، يجب أن تستند القرارات المالية إلى تحليل دقيق وتقديرات مالية سليمة لتحقيق النجاح

المستدام. يوضح الشكل التالي المتغيرات التي تؤثر على الصحة المالية للشركة (Al-Hasanko, 2024).

3.3.2 مؤشرات الصحة المالية

قياس الصحة المالية من خلال تحليل النسب

لتحديد الوضع المالي للشركة باستخدام تحليل النسب المالية أكد (Kannadhasan, 2007) يجب على المحلل المالي في البدء تحليل البيانات المالية للشركة حيث أن التحليل المالي يوفر صورة واضحة للصحة المالية لأنشطة الشركة وخارطة طريق تحدد الاتجاه الذي تسلكه أنشطة الشركة لذا يعد تحليل النسبة أداة مهمة تستخدم على نطاق واسع للتحليل المالي حيث تعرف النسب المالية على أنها أدوات تحليلية تُطبق على البيانات المالية و تُستخدم لتحديد الاتجاهات الإيجابية والسلبية ونقاط القوة والضعف للهيكل المالي للشركة ويستخدم تحليل النسبة عادة عدة نسب في عملية التحليل المالي منها قياس نسبة سيولة الشركة والرافعة المالية والنشاط والربحية والنمو حيث لا يمكن لحساب نسبة واحدة أن يوفر صورة كاملة ذات مغزى للوضع المالي للشركة وهنا يمكن استخدام عدة نماذج للتنبؤ بالصحة المالية للشركة من خلال استخدام مجموعة من النسب المالية التي تنتبأ في النهاية بنتيجة واضحة والتي يمكن استخدامها لتحديد الصحة المالية للشركة حيث يعرف تحليل النسبة كما أكد (Darmawan & Supriyanto, 2018) هو تحليل يستخدم غالباً في تقييم الأداء المالي للشركة لكن تحليل النسبة يظهر جانباً واحداً فقط دون القدرة على الارتباط بجوانب أخرى كل نسبة لها قابلية للاستخدام وتوفر إشارة إلى المعلومات المختلفة المتعلقة بالصحة المالية للشركة (العطوي وابو صبيح، 2022).

أولاً: نسب السيولة

نسب السيولة (Liquidity Ratios)

تقيس السيولة العناصر السائلة والعناصر الأقرب إلى السيولة من أجل معرفة أن المشروع لا يعاني من عسر مالي في مجال سداد التزاماته، نسب السيولة هي أحد المقاييس المالية التي تقيس قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل وتحويل أصولها إلى نقد بسرعة دون تكبد خسائر كبيرة ودون الحاجة لمساعدة خارجية، وتوفر نسب السيولة رؤية قيمة حول وضع سيولة الشركة وقدرتها على سداد الديون وتغطية نفقات التشغيل والاستفادة من فرص الاستثمار. وتستخدم بشكل شائع من قبل المستثمرين والدائنين والمحللين لتقييم الحالة المالية للشركة وكفائتها في إدارة أصولها وهي واحدة من النسب المالية بجانب أنها ضرورية لتقييم الصحة المالية للشركة على المدى القصير، وتستخدم جنباً إلى جنب مع المقاييس المالية الأخرى لاكتساب فهم شامل للأداء المالي الشامل واستقرار الشركة.

من المهم أيضاً ملاحظة أن نسب السيولة المثلى تختلف باختلاف الصناعات، لذلك يجب إجراء مقارنات داخل نفس الصناعة من أجل تقييم أفضل (حامد واخرون، 2017).

أهمية نسب السيولة

تساعد نسب السيولة في قياس قدرة الشركة على تحويل أصولها إلى نقد سريع للعمليات اليومية، مثل شراء المخزون ودفع رواتب الموظفين وتغطية نفقات التشغيل. من خلال تقييم النسبة النقدية، يمكن لأصحاب المصلحة تقييم ما إذا كانت الشركة لديها ما يكفي من الأصول السائلة للحفاظ على عملياتها بسلاسة وتجنب الأزمات المالية.

ومن أهم نسب السيولة النسب الآتية:

أ- نسبة التداول Current Ratio

تعد النسبة التداول أو ما يسمى بنسبة السيولة الحالية حسب (Manullang, 2020) مفيدة لقياس قدرة الشركة في أداء ألتزامها المالي على المدى القصير في غضون عام حيث كلما ارتفعت نسبة التداول ، زادت قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل وتعتبر نسبة التداول المرتفعة جداً كما ذكرها (Supardi and Suyanto, 2018) إلى الموجودات المتداولة الفائضة والخاملة، لذلك فهي ليست جيدة لربحية الشركة لأن الموجودات المتداولة تعمل على توليد عوائد أقل من الموجودات طويلة الاجل ، ويمكن من خلال هذه النسبة تحديد مدى الصحة المالية التي تتمتع بها الشركة من خلال توافر السيولة اللازمة لتسوية التزاماتها اتجاه الذمم الدائنة، ويمكن معرفة النسب الحالية للسيولة من خلال القاعدة ادناه، تُقدر النسبة المتداولة المقبولة في معظم الشركات ما بين 1.5 و 2 وتسمى هذه النسبة أيضاً نسبة السيولة العادية (العطوي وابو صبيح، 2022).

السيولة الحالية = الأصول المتداولة / الاللتزامات المتداولة

$$\text{Current ratio} = \text{current assets} / \text{current liabilities}$$

ب. نسبة السيولة السريعة (Quick Liquidity Ratio)

وتستعمل هذه النسبة لاختبار مدى كفاية المصادر النقدية وشبه النقدية الموجودة لدى الشركة في مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل دون الاضطرار إلى تسيل موجوداتها من المخزون السلعي، وتعتبر هذه النسبة مقياساً أكثر تحفظاً للسيولة من نسبة التداول السابقة، وذلك لاقتصارها على الأصول الأكثر سيولة، وذلك من خلال استثنائها للمخزون السلعي والمصروفات المدفوعة مقدماً من البسط، وتحسب على النحو الآتي وغالباً لا تقل نسبة السيولة السريعة المقبولة في معظم الشركات عن النسبة 1 (حامد واخرون، 2017).

نسبة السيولة السريعة = إجمالي الأصول المتداولة - المخزون - المصروفات المدفوعة مقدماً / إجمالي الخصوم المتداولة

$$\text{Quick ratio} = \text{current assets} - \text{inventory} - \text{prepaid expenses} \setminus \text{current liabilities}$$

ج- نسبة النقدية Cash Ratio

نسبة النقدية (Affandi,2018) هي ناتج قسمة النقدية (النقد + الأوراق المالية القابلة للتداول) مقسومة على الالتزامات المتداولة حيث أن الدائنون على المدى القصير مهتمون جداً بهذه النسبة وتستخدم النسبة النقدية لقياس مدى كفاية النقد المتاح في سداد الدين قصير الأجل، بالنسبة للشركة يهتم المحللون بهذه النسبة لأن استثمارات الشركة من النقد والأوراق المالية هي الاستثمارات الأكثر سيولة، وهي بالتالي التي سيعتمد عليها في الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل بشكل رئيسي خاصة إذا لم تتمكن المنشأة من تسهيل موجوداتها المتداولة الأخرى إلا بخسارة كبيرة، ويتم احتسابها على النحو الآتي (العطوي وابو صبيح، 2022).

نسبة النقد = (النقد + شبه النقد) / المطلوبات المتداولة

$$\text{Cash ratio} = \text{cash} + \text{cash equivalents} \setminus \text{current liabilities}$$

ثانياً: نسب الربحية

الربحية هي واحدة من أصعب جوانب الشركة في تصورها. حيث يتم تحديد الربحية من خلال قدرة الشركة على الحفاظ على تكلفة مبيعاتها عند أدنى مستوى ممكن وتحقيق أرباح مرضية. وبالتالي، فإن نسب الربحية تقيس مدى كفاءة الشركة في تحقيق الأرباح (حامد وآخرون، 2017).

ومن خلال تحليل الربحية يمكن الإجابة على عدة تساؤلات، منها: هل يساهم ارتفاع صافي الربح مقارنة برأس المال المستثمر ما يعكس ارتفاع معدل العائد على الاستثمار، وهل استطاعت الإدارة تشغيل موجوداتها بكفاءة لتحقيق الأرباح (مولاتي وآخرون، 2019)

هناك العديد من مقاييس الربحية، وهي بشكل عام تقيس ربحية المنشأة مع الأخذ بعين الاعتبار مستوى المبيعات، حجم الأصول، استثمارات المالكين وحقوق الملكية ومما لاشك فيه أنه عند عدم تحقيق المنشأة للأرباح يصبح الدائنون وحملة الأسهم في قلق حول مستقبل المنشأة وحول استرداد أموالهم لذلك فإن المالكين والدائنين وإدارة المنشأة يكونون مهتمين بزيادة الأرباح كونها تحمي المنشأة من خطر الإفلاس.

أهمية نسب الربحية

تُعد نسب الربحية من المؤشرات المالية الجوهرية التي تعتمد عليها الشركات في تقييم أدائها وتحليل نتائجها المالية. وتمثل هذه النسب أداة فعّالة لرصد التغيرات في مستوى الربحية وتحديد الاتجاه العام لها، سواء كان تصاعدياً أم تنازلياً. وتبرز أهمية هذه النسب في عدة جوانب، من أهمها:

1- دعم قرار الاستثمار

تُسهّم نسب الربحية المرتفعة في تعزيز صورة الشركة المالية أمام المستثمرين، ما يعزّز ثقتهم باستقرار أعمالها وقدرتها على تحقيق عوائد مجزية. كما تُعد هذه النسب عاملاً مشجعاً على جذب استثمارات جديدة ودفع المستثمرين الحاليين إلى توسيع حجم استثماراتهم في الشركة.

2- رصد نقاط الضعف

توفّر نسب الربحية أداة تحليلية تُمكن من الكشف عن الإشكاليات التشغيلية أو الإدارية التي قد لا تظهر مباشرة في القوائم المالية. وبالتالي، تتيح هذه المؤشرات إمكانية التدخل المبكر لمعالجة المشكلات وتحسين الأداء العام.

3- مقارنة الأداء مع المنافسين

تُستخدم نسب الربحية كمقياس فعّال في تقييم موقع الشركة ضمن القطاع الذي تعمل فيه، خصوصاً عند اختلاف أحجام الشركات أو تنوع أنشطتها. فبدلاً من الاكتفاء بالمقارنة بين الأرقام المطلقة للأرباح، تسمح نسب الربحية بإجراء مقارنة نسبية أكثر دقة وموضوعية.

4- تحليل الأداء عبر الزمن

في الشركات ذات الطابع الموسمي، تتفاوت الأرباح باختلاف الفترات الزمنية، مما يجعل نسب الربحية أداة مهمة لرصد هذه التغيرات. إذ تُمكن من تحديد فترات القوة والضعف في الأداء وتوجيه الموارد بشكل أكثر كفاءة بما يتماشى مع دورات النشاط الموسمية.

5- تقييم القدرة على توليد السيولة

تعكس نسب الربحية مدى قدرة الشركة على تحويل أرباح المبيعات إلى سيولة نقدية، تُستخدم في تمويل الأنشطة التشغيلية أو الاستثمارات المستقبلية. كما تُظهر هذه النسب الكيفية التي تُدار بها الموارد المالية داخل الشركة وتوزيعها بين مختلف أوجه الاستخدام.

ومن أهم نسب الربحية النسب الآتية:

هامش إجمالي الربح Gross Profit Margin

تعدّ نسبة إجمالي الربح إحدى أكثر مقاييس نسب الربحية انتشاراً، والتي تربط بين إجمالي الإيرادات المتولدة عن بيع منتج ما والتكاليف المتعلقة بتصنيع ذلك المنتج وبيعه، موضحة بذلك فاعلية العملية الإنتاجية للشركة.

تعبّر نسبة هامش صافي الربح المرتفعة عن قدرة الشركة على تسعير منتجاتها بأسعار قد تتجاوز تلك الخاصة بمنافسيها، وقد يشي هذا بامتلاك منتجات تلك الشركة ميزة تنافسية. عند احتساب هذه النسبة من الضروري الأخذ في الاعتبار ما إذا كانت نشاطات الشركة ذات طبيعة موسمية، بمعنى كونها ترتفع أو تنخفض بشكل طبيعي في فترات محددة من العام. وتقيس هذه النسبة قدرة المنشأة على تحقيق أرباح من نشاطها الرئيسي وهو المبيعات، ويتم احتسابها حسب المعادلة الآتية: (حامد واخرون، 2017).

$$\text{هامش إجمالي الربح} = \frac{(\text{الإيرادات} - \text{تكلفة البضاعة المباعة})}{\text{الإيرادات}} * 100$$

نسب العائد

تُعرف أيضاً بنسب الربح إلى المبيعات وينصب تركيزها على قياس هذين العاملين وعلاقتهما، بمعنى قياسها مدى توليد الشركة للأرباح من المبيعات ومدى تحكمها في المصروفات ذات الصلة بالمبيعات.

العائد على إجمالي الأصول (ROA) Return on Assets

تقيس هذه النسبة قدرة المنشأة على استغلال أصولها في توليد الأرباح، كلما كان هذا المعدل مرتفعاً سواء بالنسبة إلى متوسط الصناعة أو إلى سنوات سابقة لنفس المنشأة، كلما كان أداء المنشأة أفضل وأنها تحقق أرباحاً جيدة، يزداد العائد على إجمالي الأصول حينما يؤدي استحواذ الشركة على أصول جديدة إلى تخفيض مصروفات الإنتاج بحيث يتخطى نمو الأرباح نمو الأصول، ويعكس هذا العائد مدى كفاءة استخدام الشركة لأصولها في توريد المكاسب ويتم احتسابها حسب المعادلة الآتية (حامد واخرون، 2017).

$$\text{العائد على إجمالي الأصول (\%)} = \frac{(\text{صافي الربح} / \text{إجمالي الأصول})}{100}$$

ثالثاً: نسب الرفع المالي

نسب هيكل رأس المال (Capital Structure Ratio)

يتم تعريف نسب هيكل رأس المال على أنها مدى مساهمة كل من الملاك والدائنين في تمويل العمليات التجارية وتعتبر هذه النسب من أكثر أدوات المراقبة أهمية، وتساعد في تقييم الهيكل التمويلي للشركة

في تاريخ معين، من حيث درجة اعتماده على مصادر التمويل، داخلية كانت أم خارجية (خدوجة وفيروز، 2019).

نسبة القدرة على الملاءة

القدرة على الملاءة وفقاً ل(Hadi& Rahayu, 2019) أن الملاءة المالية هي قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها طويلة الأجل حيث تصف قدرة الشركة على سداد التزاماتها طويلة الأجل في حالة تصفية الشركة لذا يظهر مما تقدم أن القدرة على الملاءة تظهر قدرة الشركة على سداد جميع ديونها الحالية باستخدام جميع موجوداتها.

إجمالي الديون الى الموجودات (Total Debt to Total Assets)

وتقيس هذه النسبة المدى الذي ذهبت إليه المنشأة في تمويل أصولها من أموال الغير، كما تقدم معلومات عن قدرة المنشأة لاستيعاب تراجع الأصول الناتج عن الخسارة دون تعريض حقوق الدائنين للخطر مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها، (بني خالد، 2019).

نسبة الدين إلى الموجودات (Yulsati, 2016) تستخدم هذه النسبة لقياس مقدار الموجودات الممولة بالديون اذ كلما زادت قيمة هذه النسبة زادت الموجودات الممولة بالديون وزادت مخاطر الشركة، يشمل إجمالي الدين كلا من الديون الحالية والطويلة الأجل ويمكن احتسابها من خلال النسبة على النحو التالي:

نسبة إجمالي الديون الى الموجودات = إجمالي الديون / صافي الموجودات * 100%

وتشمل ديون المؤسسة مجموع المطلوبات، أي ما عليها من ديون قصيرة وطويلة الأجل، أما حقوق المساهمين فتشمل رأس المال المدفوع بجانب الاحتياطات والأرباح المحتجزة.

وتعد نسب الرفع المالي من أهم المقاييس المالية التي تقوم من خلالها الشركة بتقييم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية.

أهمية نسب الرفع المالي

تعتبر نسبة الرفع المالي مؤشراً هاماً لتقييم وضع الشركة المالي ومستقبلها، حيث يتم تطبيق كل نوع معين من النسب وفقاً لمتطلبات الشركة وطبيعة نشاطها.

تعد نسب الرفع المالي من الأدوات التحليلية المهمة في تقييم المركز المالي للشركات، إذ تمكن من قياس درجة اعتماد الشركة على التمويل الخارجي، وتساعد في تحليل قدرتها على الوفاء بالتزاماتها

المستقبلية. ويُعتمد على هذه النسب في اتخاذ قرارات استثمارية وائتمانية حيوية، خصوصاً في ضوء طبيعة نشاط الشركة وهيكلها المالي. ويمكن تلخيص أهمية نسب الرفع المالي في النقاط التالية:

تقييم الجاذبية الاستثمارية للشركة: تُستخدم نسب الرفع المالي لتحديد مدى قدرة أصول الشركة على تغطية التزاماتها، ما يُعدّ عاملاً أساسياً للمستثمرين في تقدير مدى أمان الاستثمار فيها.

تحليل مستوى الديون: تعكس هذه النسب العلاقة بين الديون والدخل المتاح، وتُستخدم كمؤشر رئيسي في التحليل المالي لتقييم مدى سلامة الهيكل التمويلي، وهو ما يدعم قرارات الإدارة المالية.

دعم قرارات الإقراض: تُسهم نسب الرفع المالي في تمكين المقرضين من تحديد مستوى المخاطر المرتبطة بإقراض الشركة، ومدى قدرتها على سداد القروض والوفاء بالتزاماتها المالية.

خفض تكاليف التمويل: في بعض الحالات، قد تساعد نسب الرفع المالي الجيدة في تمكين الشركة من الحصول على تمويل بتكاليف منخفضة أو بشروط ميسرة.

تعزيز هيكل رأس المال: تُستخدم هذه النسب كوسيلة لتحديد الحاجة إلى إعادة هيكلة رأس المال عبر استخدام أدوات الدين بفعالية لتحقيق التوازن بين حقوق الملكية والالتزامات.

الاستفادة من التضخم: يمكن أن تُستخدم الديون كوسيلة تمويلية تُمكن الشركة من الاستفادة من الفروقات في القوة الشرائية بين فترات الاقتراض والسداد، خصوصاً خلال فترات التضخم.

تحسين السمعة الائتمانية: يُعزّز الالتزام بسداد الالتزامات المالية من مصداقية الشركة في السوق المالي، ما يرفع من تصنيفها الائتماني.

تعظيم العائد على حقوق الملكية: عندما يكون العائد على الاستثمار أعلى من تكلفة التمويل بالاقتراض، تُسهم نسب الرفع المالي في تعزيز ربحية المساهمين.

رفع القيمة السوقية: تُعد نسب الرفع المالي من العوامل التي تؤثر في تقييم السوق للشركة، إذ تُعطي مؤشراً على كفاءتها في استخدام الموارد المالية لتعظيم الأرباح.

تعزيز الاستقلالية الإدارية: يمكن للاعتماد النسبي على التمويل بالدين أن يُقلل من الحاجة لزيادة رأس المال عبر إدخال مستثمرين جدد، مما يُحافظ على قوة تصويت المساهمين الحاليين ويُقلّص فرص سيطرة أطراف خارجية.

دعم التوسع والنمو: تُوفّر هذه النسب مؤشرات لإدارة الشركة حول مدى القدرة على تمويل مشاريع توسعية جديدة من خلال الدين، دون التأثير السلبي الكبير على الاستقرار المالي.

تحديد درجة المخاطرة المالية: تُسهم نسب الرفع المالي في تقييم مستوى المخاطر المرتبطة بزيادة الاعتماد على الديون، وهو أمر ضروري في إدارة السياسات التمويلية والتشغيلية.

رابعاً: نسب الكفاءة التشغيلية

تعريف نسب النشاط أو الكفاءة

تعد نسب النشاط نوع من أنواع المقاييس المالية التي يمكن من خلالها تقييم وقياس مدى كفاءة إدارة المؤسسة في توظيف الأصول في ميزانيتها العمومية وتحريكها على اختلاف أنواعها، تبعاً لنشاط الشركة لتوليد الإيرادات والنقدية، ولذلك يشار إلى نسب النشاط عادةً باسم نسب الكفاءة.

مثل تحويل بعض الأصول كالمخزون أو السلع وأرصدة العملاء النقدية سائلة التشغيل وتمويل العمليات، وذلك لتحقيق المبيعات، وهو ما ينعكس على الأرباح والإيرادات، ويساهم في الحفاظ على المركز المالي للشركة وأنشطتها.

كما تساعد نسب النشاط قطاع المحاسبة في تقييم وقياس كيفية تعامل الشركة مع إدارة المخزون، المبيعات، الإنتاج، والعملاء، وهو ما يؤثر في عملية التحليل المالي فيما بعد.

أهمية نسب النشاط

تعد أهم أهداف نسب النشاط هي تقييم أداء المؤسسات والشركات، في مجالات الربحية، بجانب قياس كفاءة الإدارة في تطبيق السياسات التمويلية والاستثمارية، وتوظيف مواردها بالتساوي لتحقيق الأرباح والأهداف المرجوة، وتقيس مدى كفاءة إدارة الشركة في توزيع مواردها المالية على مختلف بنود الأصول المتداولة والثابتة وتسمى أيضاً نسب الدوران، هي مؤشرات على قدرة الشركة على استخدام أصولها بكفاءة، لأنها تقيس عدد المرات التي تقوم فيها الشركة بتسليم أصولها أو التزاماتها. عادة، كلما زادت النسبة، زادت سرعة الشركة في تحويل أصولها أو التزاماتها إلى نقد، وتتمثل أهم معدلات العائد على الأصول بالتالي (خدوجة وفيروز، 2019)

أ. معدل دوران الأصول (Assets Turnover)

معدل دوران الأصول (Irman et al, 2020) وهو عملية تقييم للعائد على كل جزء من مبلغ الأصل إذ كلما ارتفعت قيمة إجمالي دوران الموجودات كان ذلك دليل على حسن إدارة الشركة لموجوداتها وعليه فإن كان الأداء المالي للشركة جيداً تصبح الشركة قادرة على تحسين استخدام الموجودات في توليد الإيرادات للشركة مع الاستمرار في الحصول على إجمالي معدل دوران مرتفع للموجودات وعائد مرتفع على الموجودات وتعتبر هذه النسبة من النسب التحليلية المهمة لمعرفة مدى العلاقة بين

المبيعات الصافية وحجم الأصول المستخدمة في توليدها داخل المؤسسة. ويتم حساب هذا المعدل بالعلاقة التالية (العطوي وابو صبيح، 2022).

معدل دوران الأصول = صافي المبيعات / اجمالي الأصول

ب. معدل دوران المخزون (Inventory Turnover)

من المشاكل التي تصادف المسيرين هو ببطء حركة المخزونات، وخلال فترة التخزين لا تحقق المؤسسة ربحاً، لذلك يسمى بالاستثمار الجامد، وكلما طالت مدة التخزين تحملت المؤسسة أعباء أكبر، وبالتالي تعمل الإدارة على زيادة سرعة الدوران، وتختلف طبيعة دوران المخزونات حسب اختلاف طبيعة نشاط المؤسسة (تجاري، صناعي، خدمي)، (خدوجة وفيروز، 2019)

نسبة دوران المخزون هي عدد المرات التي يتم فيها تحويل المواد الخام إلى سلع تامة الصنع وبيعها في فترة زمنية محددة وكذلك يشير دوران المخزون حسب (Farooq, 2019) الى معنى واسع لا يعبر فقط عن الفاصل الزمني المطلوب في المواد الخام إلى سلع تامة الصنع وبيعها ولكنه يشير أيضاً الى إدارة هذه العملية بشكل فعال وقانونها التالي (العطوي وابو صبيح، 2022).

معدل دوران المخزون = تكلفة البضاعة المباعة / معدل المخزون

أهمية نسب النشاط

تعد نسب النشاط من المؤشرات المالية الأساسية التي تُستخدم لتقييم مدى كفاءة الشركات في إدارة مواردها التشغيلية. وتمثل هذه النسب أداة تحليلية مهمة لكل من المستثمرين والمحللين الماليين، إذ توفر معلومات دقيقة عن فاعلية الشركة في استخدام أصولها لتحقيق الإيرادات. وتتمثل أهمية نسب النشاط فيما يلي:

إجراء المقارنات بين الشركات داخل نفس القطاع: تُستخدم هذه النسب لمقارنة الأداء التشغيلي بين شركات تعمل في نفس المجال، مما يتيح فهماً أعمق لموقع الشركة التنافسي بالنسبة لنظيراتها في السوق.

تحليل الأداء من منظور المستثمرين والمحللين: تُساعد نسب النشاط في تقييم مدى الكفاءة التشغيلية للمؤسسة، ما يمكن المستثمرين من اتخاذ قرارات مبنية على بيانات موضوعية، ويزيد من قدرتهم على الحكم على جودة استثماراتهم المحتملة أو الحالية.

قياس فعالية إدارة الأصول: تُمكن هذه النسب من تحديد مدى قدرة المؤسسة على استغلال أصولها المادية والبشرية والمالية بشكل فعال لتحقيق الأرباح، وتُعدّ مؤشراً على كفاءة العمليات الداخلية للشركة.

متابعة التغيرات في الأداء المالي عبر الزمن: تتيح نسب النشاط إمكانية مراقبة الأداء المالي للشركة خلال فترات زمنية متعددة، مما يسهم في اكتشاف التغيرات والاتجاهات التي قد تؤثر على الوضع المالي العام للمؤسسة.

الكشف عن المشكلات التشغيلية والمالية: تُساعد هذه النسب في تحديد نقاط الضعف أو الاختلالات في إدارة الموارد، كما تسهم في تقييم مدى جاهزية الشركة للتعامل مع التحديات المالية المختلفة.

دعم وضع السياسات المالية المستقبلية: من خلال ما توفره نسب النشاط من معلومات دقيقة، يُمكن للإدارة المالية أن تستند إليها عند صياغة وتحديث السياسات المالية الرامية إلى تحسين الأداء وتعزيز الكفاءة التشغيلية.

4.2 الاستدامة المالية

1.4.2 مفهوم الإستدامة المالية

عرفت الإستدامة المالية بأنها مدى إمكانية استدامة الربحية الحالية للمنظمة في الفترات المستقبلية، وأن المنظمات تحقق أداءاً مالياً أكثر استدامة عندما تستمر الموارد التي تقود عملية خلق القيمة في العمليات الحالية للمنظمة في خلق قيمة في الفترات المستقبلية، حيث أن المنظمات ذات الأداء المستدام هي تلك المنظمات الأقل عرضة للصدمات الخارجية التي تؤثر على خلق القيمة داخل المنظمة (Banker et al, 2014)، كما عرفت دراسة (Said et al, 2019) بأنها قدرة المنظمة على إنتاج إيرادات من عملياتها لتغطية نفقاتها في الوقت الحالي وفي المستقبل.

وتكمن الميزة الرئيسية لمفهوم الاستدامة المالية في جودة الاحتفاظ بالشيء على الأجل الطويل، وتتعدد المفاهيم الخاصة بالاستدامة المالية وعلى الرغم من تعددها إلا أنها تتفق على شرط تحقق الاستدامة المالية، حيث أن مفهوم الاستدامة المالية ينطوي بصورة عامة على تحقيق مبدأ الملاءة والسيولة، ويقصد بالملاءة قدرة الدولة على الإيفاء بالتزاماتها المالية، بينما السيولة المالية فيقصد بها وجود الموارد المالية لتلبية الالتزامات المالية وقت استحقاقها (نايف، 2021).

تهدف الشركات إلى تحقيق الأرباح الذي يعد مقياساً لكفاءتها في إدارة مواردها ومؤشراً لكفاءة إدارتها، ولكن يبقى هذا الأمر مثار جدل نتيجة التحديات التي تعصف في بيئة الأعمال المؤدية لارتفاع

نسبة الاخطار، فأصبحت الشركات تبحث عن المحافظة على موقعها التنافسي في السوق، فضلاً عن تحقيق الاستدامة المالية لأجل المحافظة على قدرة المناورة في ظل ديناميكية البيئة المالية، ما وأضحت الاستدامة المالية الهدف الاشم الذي تبحث عنه الشركات لأجل تعزيز مكانتها السوقية وتحقيق الموازنة بين الارباح والمخاطر من خلال الاحتفاظ بسيولة مالية تمكنها من التعامل مع مختلف الصدمات السلبية التي تهدد وجودها وكيانها المالي والمؤسسي في السوق (منتظر وارشد, 2023).

الاستدامة المالية (Financial Sustainability): تعد الاستدامة بمفهومها المطلق مقياس لقدرة الشركة على الوفاء بمختلف التزاماتها وخدمة أصحاب المصلحة بمرور الوقت (جراح وسالم, 2021)، وهناك ثروة من المعرفة حول عملية تحسين الاستدامة للشركات والتي تم بناؤها من خلال تجارب العديد من الأشخاص الذين عملوا على مدى سنوات عديدة لتحسين استدامة العديد من الشركات المختلفة، إن الفكرة الرئيسية من هذه التجربة الجماعية هي أن مستوى التزام الشركات بالاستدامة هو أهم عامل في نجاحها (Gakuu&Kiriimi, 2014).

تتضمن الاستدامة جميع عناصر ووظائف الشركة ، ويجب النظر في كل قرار رئيسي يتم اتخاذه داخل الشركة من الموارد البشرية إلى المالية إلى تقديم الخدمات من خلال موشور الاستدامة، إن التركيز على التزام الشركات بالاستدامة واهمها الاستدامة المالية يساعد صانعي القرار على التطلع إلى المستقبل والنظر في جميع العوامل ذات الصلة (John, 2015).

ويشار إلى مفهوم الاستدامة في كثير من الحالات على أنه اساسي في نشاط الشركات (Aras, 2019)، ويذكر Said, 2019 أن فكرة الاستدامة لها أبعاد مختلفة مثل استدامة التأثير، واستدامة بيئة السياسة القانونية، واستدامة السوق واستدامة البرامج، والاستدامة المؤسسية، والاستدامة المالية، واستدامة الموارد البشرية (Said et al, 2019).

إذ تعد الاستدامة المالية أحد الأبعاد الرئيسة للاستدامة، وجرت المحاولات الأولى لإدخال مفهوم الاستدامة في العلوم المالية مؤخراً، فهي ظاهرة حديثة نسبياً ولا زالت الأدبيات حول هذا الموضوع في مهدها، وأضحت من اهم المصطلحات التي أُلقت بظلالها على الفكر والادب المالي واعتلت مكانة متميزة في ميادين العلم والمعرفة، واتخذ مختلف الكتاب والباحثين من الاستدامة المالية عنواناً لأبحاثهم وكتاباتهم لأهميتها في بقاء الشركات والحفاظ على مواقعها التنافسية في ميدان التعاملات المالية، وجاءت الاستدامة المالية كاستجابة طبيعية للتحويلات التي عصفت في بيئة الاعمال بشكل عام والبيئة المالية بشكل خاص خصوصاً الاضطراب المالي الكبير في العقد الأول من القرن الحادي والعشرين الذي قوض النظريات المالية السائدة وأعطى زخماً لمقاربات بديلة لمبادئ الإدارة المالية للمؤسسات والشركات، وأمسست الاستدامة المالية موضوعاً مهماً بشكل متزايد في نطاق اعمال الشركات في ظل

عدم استياكيه بيئة الاعمال عموما والبيئة المالية خصوصا، إذ تواجه الشركات ضغوطاً متزايدة لإضافة الاستدامة المالية الى جدول اعمالها لبيان مهمتها والية تحقيق أهدافها، ويقوم المدراء الماليون بتحويل التركيز من زيادة ثروة المساهمين إلى الحد الأقصى الى محاولة تقديم حلول مبتكرة لاستدامة اعمال الشركات عموما وماليا على وجه الخصوص، كما وتتطلب الاستدامة المالية سعي الشركات الى تحقيق النجاح المالي مع تحمل المسؤولية أيضا عن أفعالها التي تؤثر على المجتمع وأصحاب المصلحة (Rotaru, 2019).

وتمثل الاستدامة المالية مؤشر مهم على أداء الشركات، كما وتمثل قضية جديدة في مجال التمويل، وتشير الى ضمان استمرارية اعمال الشركات، فضلا عن الاكتفاء الذاتي المالي لإدارة عمليات الشركة دون التماس المساعدة المالية الخارجية، كما وتفسر بقدرة الشركات على تغطية تكاليفها بالكامل، فالشركة المستدامة مالياً قادرة على البقاء لفترات طويلة من خلال وسائلها لتوليد إيراداتها الخاصة ودون الاعتماد على المساهمات من الجهات المانحة والموولين الخارجيين (Nganga & Kibati, 2016).

ان مفهوم الاستدامة المالية يوازن بين العائد والمخاطرة في صنع القرار المالي، ويمكن القول ان الاستدامة المالية للشركة عبارة عن القدرة على توليد قيمة للمالكين وتوفير الاستمرارية للعمليات على المدى الطويل باستخدام مزيج مثالي من الاستثمارات ومصادر التمويل، إذ يغطي نطاق الاستدامة المالية في الوقت نفسه العديد من المتغيرات المالية التي تشكل إطار العلاقة الذي يربط بين القيمة واستمرارية الأعمال. يضمن المزيج الأكثر فائدة من هذه المتغيرات في ظروف عمل معينة أعلى مستوى من الاستدامة المالية (Zabolotnyy & Wasilewski, 2019).

وتشير الاستدامة المالية الى القدرة المالية المستقبلية للشركات في تلبية مختلف الاحتياجات، ومع ذلك قد يكون الحفاظ على القدرة المالية في ظل المرونة المالية على المدى الطويل أمراً مهماً للشركات، وبالتالي فإن هدف الاستدامة المالية هو الحفاظ على الخدمات أو توسيعها داخل الشركة (Bowman, 2011)، مما يعني أن الشركة لديها اموال كافية لتلبية احتياجاتها الاستثمارية، وعندما يكون لدى الشركة رأس مال كاف للاستثمار ستتخذ الشركة قرارات واضحة في تحديد استخدامها لزيادة المبيعات إلى الحد الأقصى الذي يحقق ديمومة اعمالها في ميدان التعاملات المالية (Hakim et al, 2023).

إذ يمكن أن تكون الاستدامة المالية جزءاً من عمليات اتخاذ القرارات الإدارية التشغيلية وقرارات الاستثمار الرأسمالي، لتصبح مكوناً مركزياً في خطط الشركات طويلة الاجل، فمثل هذه الشركات الباحثة عن النجاح تحتاج إلى اتخاذ قرارات من منظور طويل الأجل وتخطيط مواردها المالية بنفس

الطريقة للبقاء في دائرة المنافسة لتحقيق النجاح المالي المتمثل بالتدفقات النقدية الموجبة، فضلاً عن وجوب قيام الشركات المؤمنة بالاستدامة من توجيه ارباحها المحتجزة نحو الاستثمار المنتج الذي يضيف قيمة للشركة لأجل تحقيق الارباح، وتتطلب الاستدامة المالية من الشركات تغطية تكاليف المعاملات مع العائد على حق الملكية (Aftiyie, 2015).

عرّف Filene الاستدامة المالية بأنها قدرة الشركات على مواصلة سلوك مالي محدد إلى أجل غير مسمى لأجل الحفاظ على موقعها التنافسي (Filene, 2011) اي تعكس درجة المرونة المالية في إعادة تخصيص الموارد المالية استجابة للفرص والتهديدات التي تشهدها بيئة الاعمال، بما يحقق عوائد مالية مناسبة تؤهلها للإيفاء بالتزاماتها، كما وتشير الى التشغيل السلس لعمليات الشركات لاجل التمتع بالربحية اللازمة والحفاظ على سيولة كافية للتغلب على اي تحديات تتعلق بالإفلاس وتكون قادرة على تغطية جميع تكاليفها الحالية والتكاليف التي تتكبدها الشركات في مرحلة النمو (Dutta & Das, 2014).

فتشير الاستدامة المالية حسب Ek إلى قدرة الشركة على الاستمرار والبقاء على المدى الطويل من خلال أنشطتها المدرة للدخل (Ek, 2011)، كما وعرفت من قبل Padilla بأنها قدرة الشركات على اغتنام الفرص والتعامل مع التهديدات غير المتوقعة بشيء من الحكمة مع الحفاظ على العمليات المالية لها (Padilla, 2012) فضلاً عن انها الطريقة التي تدار بها الشركات مالياً لضمان أن النجاح المالي الحالي لا يهدد النجاح المالي في المستقبل (Günther et al, 2022)، فهي القدرة على تأمين وإدارة الموارد الكافية لتمكين الشركات من أداء مهامها بشكل فعال وباستمرار بمرور الوقت دون التوحد بمصدر تمويلي، بغية الحفاظ على قدرة الشركات في تحقيق اهدافها المنشودة في المستقبل وتحقيق مصالح حملة الاسهم (Gaku & Kirimi, 2014).

فالاستدامة المالية هي القدرة على توليد الموارد المالية لتلبية احتياجات الحاضر دون المساس بالمستقبل (Bell, 2011)، وتمثل قدرة الشركة على خلق قيمة للمالين والقدرة على ادارة العمليات الرئيسية طويلة الأجل باستخدام أفضل مزيج ممكن من الاستثمارات ومصادر التمويل على مستوى الشركة بما يحقق الامان والاستقرار وتحقيق العوائد (Wu et al, 2023).

ثانياً: المبادئ والاسس التي تستند اليها الاستدامة المالية: تقوم الاستدامة المالية على مجموعة من المبادئ منها (Global alliance for banking on values, 2012)

1. ان الاستدامة المالية قائمة على الممارسة والاستباقية ؛ أي أنها تنشأ من الخبرة بدلاً من السعي إلى الاستجابة للقيود المالية والتنظيمية او غيرها من القيود.

2. أنها تمثل مجموعة مترابطة من العوامل والابعاد التي يجب أن تنفذ في مجملها من قبل الشركات.

3. أن تكون خاضعة للمراقبة عن طريق المقاييس المالية الموضوعة من أجل تلبية مصالح حملة الاسهم لاجل تحقيق مصالحهم وتعظيم قيمة الشركة.

4. ان تكون طويلة الأمد ومتناغمة مع تحديات البيئة الخارجية.

ثالثاً: أهمية الاستدامة المالية

تعد الاستدامة المالية احدى اهم التوجهات المعاصرة للشركات من منظور الادارة المالية، وفي ظل ديناميكية بيئة الاعمال والمنافسة الشديدة والتقدم التقني والمعلوماتي وزيادة عدم التأكد، أصبحت ذات اهمية كبيرة للشركات لأجل الحفاظ على حصتها السوقية وتعظيم ثروة مساهميها واستمرار تدفقاتها النقدية الموجبة، لذا جاءت الاستدامة كتوجه طبيعي نتيجة للتحويلات الجذرية في البيئة الخارجية، وتتمثل اهمية الاستدامة المالية في الآتي:

1. تساهم الاستدامة المالية في تنويع موارد الشركات وتلبية التزاماتها المالية والوفاء بجميع تعهداتها، كما وتمكن الشركات من خدمة ديونها من خلال تكوين موارد مالية وتدفقات نقدية دون الحاجة الى تكوين التزامات مالية مستقبلية لاجل الابتعاد عن شرك التعثر المالي وصولاً الى الفشل والانهايار المالي (Günther et al,2022)

2. تساعد الشركات على استغلال الفرص المستقبلية نتيجة المحافظة على توازناتها المالية في مجال التدفقات النقدية الداخلة والخارجة لأجل الحفاظ على مواقعها التنافسية في السوق (Ebenezer et al, 2020).

3. تمكن الاستدامة المالية الشركات من زيادة الإيرادات دون استنزاف مواردها المالية المتاحة لأجل ديمومة اعمالها في ظل ديناميكية بيئة الاعمال واحتدام المنافسة السوقية والتكنولوجية وتزايد مسؤولياتها الاجتماعية (Manaf et al,2018).

4. تساهم في التغلب على الخلل المتمثل في عدم قدرة الشركات على دعم نمو الإيرادات التشغيلية على المدى الطويل من خلال الاعتماد على الأموال الداخلية أو الأموال الخارجية (Xu et al, 2020)

5. تعمل على زيادة فرص الربح والنمو، من خلال تمكين الشركات من استغلال الفرص المؤاتية للاستثمار المؤدية الى خلق قيمة مالية للشركة ولمساهميها تعظيماً للثروة وتحقيقاً للهدف المعاصر للادارة المالية ((Ziolo et al, 2021)

6. تحافظ الاستدامة المالية على على الخدمات المقدمة من قبل الشركات مع محاولة الوصول الى المرونة لأجل التصدي لمختلف الصدمات العرضية قصيرة الاجل ذات الطابع المالي والاقتصادي (Bowman, 2011).

7. تجبر الاستدامة المالية الشركات أن تكون حساسة لطلب العملاء وحثهم على تحسين المنتجات والعمليات والتواصل، وتقديم المنتجات المالية الأفضل، كما وتولد فوائد اقتصادية أكبر للعملاء (Zeller & Meyer, 2020).

8. تعمل على تعزيز المكانة السوقية للشركات وتحقيق الموازنة بين الارباح والمخاطر من خلال الاحتفاظ بسيولة مالية تمكنها من التعامل مع مختلف الصدمات السلبية التي تهدد وجودها وكيانها المالي والمؤسسي في السوق.

9. تؤثر الاستدامة المالية بشكل إيجابي على التوسع والانتشار بوصفها مؤشر حاسم على استمرارية الشركات، فضلاً عن قرارات المستثمرين والمدخرين على حد سواء ، بشأن ما إذا كان من المجدي أن يصبحوا عملاء للشركات على المدى الطويل، كما تعد الاستدامة المالية أكثر أهمية للمدخرين الذين يجب أن يثقوا في ديمومة الشركات التي يعهدون بمدخراتهم إليها (Zeller & Meyer, 2020).

2.4.2 قياس الاستدامة المالية

تعد الاستدامة المالية احدى صيحات الفكر المالي ومؤشر مهم على أداء الشركات، إذ تشير الى استمرار الشركات في خدمة التزاماتها المالية دون الوقوع في شرك التعثر المالي، فضلاً عن الاكتفاء الذاتي المالي لإدارة عمليات الشركة دون التماس المساعدة المالية الخارجية، كما وتفسر بقدرة الشركات على تغطية تكاليفها بالكامل، فالشركة المستدامة مالياً قادرة على البقاء لفترات طويلة من خلال وسائلها لتوليد إيراداتها الخاصة ودون الاعتماد على المساهمات من الجهات المانحة والممولين الخارجيين (Nganga & Kibati, 2016).

كما وتعد الاستدامة المالية مقياساً شاملاً ثميناً لتقييم قوة واستدامة أي شركة على المدى الطويل لأنها تأخذ في الاعتبار كل من المعايير التشغيلية والمالية للشركات (Al-Slehat & Altameemi, 2021)، وسيتم الاستناد الى معدل النمو المستدام كمؤشر مهم للاستدامة المالية، كونه يمثل الحد الأقصى لمعدل النمو في المبيعات الذي تستطيع الشركة تحقيقه دون إصدار أي أسهم إضافية جديدة أو تغيير سياستها المالية، كما ويشير إلى الحد الأقصى لمعدل النمو في المبيعات الذي يمكن أن تحققه الشركة عن طريق استخدام تمويل الأسهم الحالية والأرباح والديون المحتجزة السابقة مع الحفاظ على نسبة ثابتة للمديونية (El Madbouly, 2022)، ولقد استخدم الكتاب والباحثين معادلات عديدة لقياس الاستدامة المالية اختلفت في متغيراتها ولكنها توحدت في المفهوم وتصب جميعها في بودقة الاستدامة المالية،

وبعد الاطلاع على المستجدات الحديثة في الفكر المالي واقتصاديات الادارة المالية والتي تدور في فلك قياس الاستدامة المالية، تم التوصل الى معادلة حديثة مستخدمة لقياس الاستدامة المالية معتمدة في احدث الاوراق البحثية الاجنبية وسيتم اعتمادها في البحث الحالي وكالاتي (Altahtamouni et al, 2022) (Hakim et al, 2023)

$$SGR = ROE \times (1 - \text{Dividend Payout Ratio})$$

اذ ان معدل النمو المستدام (SGR (Sustainable Growth Rate

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

$$\text{Retention Ratio} = (1 - \text{Dividend Payout Ratio}) = \text{نسبة الاحتفاظ}$$

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \text{Total Dividends} / \text{Net Income}$$

3.4.2 العوامل المؤثرة في تحقيق الاستدامة المالية: (Afriyie, 2015)

إملاك الثقافة التنظيمية والمعرفة التسويقية: وتمثل مجموعة القيم والمعتقدات التي تمتلكها الوحدة الاقتصادية وتسعى الي تحقيقها عن طريق رسم الأهداف والتعاون المشترك داخل الوحدة بغرض تحقيق هذه الأهداف وإملاكها لمستوى عالي من المعرفة والقدرة التسويقية.

الربط الشبكي وتوسيع الشراكات: يجب على الوحدة الاقتصادية أن تتحرك نحو شراكات قوية بهدف الحفاظ على الدور الحاسم الذي تلعبه في عملية تحسين الأداء ونوعية الحياة للأفراد وتعزيز تنمية المجتمع والتقدم.

محفظة الاستثمار: حيث ترتبط بشكل مباشر مع النمو المستدام، لأن توسيع الاستثمار سوف يحقق الاستدامة المالية على المدى الطويل.

القيادة الناجحة والإدارة الكفاء.

العلاقات العامة الفاعلة: إن العلاقات العامة تمثل الفن والعلوم الاجتماعية لتحليل الاتجاهات ومن ثم التنبؤ بالعواقب وتقديم المشورة للإدارة والقادة التنظيميين، بالإضافة الي تخطيط وتنفيذ برنامج عمل يخدم مصلحة المجتمع ككل وليس مصلحة الوحدة فقط.

التخطيط للاستدامة: إذا كنت لا تعرف الي أين تذهب فسوف ينتهي بك الأمر الي مكان آخر.

5.2 قيمة الشركة

1.5.2 مفهوم قيمة الشركة

تعرف قيمة الشركة على أنها قيمة حقوق المساهمين التي يتم قياسها بالمتبقي عندما يتم طرح المطلوبات من الموجودات وتعني قيمة حقوق المساهمين القيمة السوقية لأسهم الشركة (النصور، 2020)

وتشير هذه القيمة إلى مقدار ما تحققه وحدات الأعمال من عائد للمالكين أو حصة الأسهم حيث أن الهدف الأساسي من وجود الشركات هو تعظيم ثروة المساهمين الأمر الذي يساهم في زيادة القيمة السوقية للأسهم العادية، وتتم زيادة القيمة السوقية للأسهم العادية من خلال عدة وسائل تمثل في المبادلة بين العائد والمخاطر، الاستثمار في الموجودات التي تحقق عوائد عالية من العمليات التشغيلية، الدخول في أسواق جديدة، تقييم القيمة الحالية للتدفقات الحالية والمستقبلية، وتعرف قيمة الشركة أيضا على أنها مقياس التغير في قيمة الاستثمار خلال مدة زمنية معينة والتي تتحدد عن طريق الأسواق المالية (السلطان، 2019).

2.5.2 انواع قيمة الشركة:

تتمثل فيما يلي :

أولاً: القيمة السوقية تعبر عن قيمة الشركة في السوق التي من خلالها يتم انتقال الملكية من البائع إلى المشتري كما يطلق عليها أيضا بالقيمة النقدية. (بقيلة وعكور، 2018)

ثانياً: القيمة الدفترية تعبر عن التكلفة التاريخية للأصل مخصوماً منه الاستهلاكات المتراكمة وعند محاولة حساب القيمة الكلية لشركة بهذه الطريقة يتم طرح القيمة الدفترية الخصوم من القيمة الدفترية للأصول. (النصور، 2020)

ثالثاً: القيمة الاستثمارية والتي تعبر عن قيمة الإيرادات المستقبلية الناتجة عن الشركة. (محمد، 2018)

رابعاً: قيمة شهرة المحل وهي مجموعة المميزات غير القابلة للقياس بدقة والتي تجذب العملاء إلى شركة معينة دون غيرها. (رزق، 2019).

خامساً: قيمة التصفية والتي تمثل المبلغ الصافي ممكن تحصيله عند إنهاء أعمال الشركة. (رزق، 2019)

3.5.2 معايير حساب قيمة الشركة:

أن هناك عدة معايير لحساب قيمة الشركة تتمثل ب:

أولا المعايير الشخصية: التي تعتمد على العوامل النفسية والاقتصادية كعوامل تؤثر بشكل كبير على اتخاذ قرار الشراء، حيث أن هذه العوامل النفسية تستند إلى السمعة الجيدة للشركة فكلما كانت سمعة الشركة جيدة أكثر كلما كانت قيمتها أعلى والعكس صحيح (بقيلة، عكور ، 2018).

ثانيا المعايير الموضوعية والتي تقوم على أساس إيجاد أنواع متعددة من الربحية التي تتمثل بالربحية المالية والقيمة السوقية والقيمة الحقيقية أو الجوهرية والقيمة المحاسبية (رزق، 2019).

ثالثا المعايير الاقتصادية التي تتدرج ضمن معيارين أساسيين هما استخدام شهادة الشركة في تحديد قيمة الشركة وكذلك استخدام صافي تدفقات النقدية لاحتساب قيمة الشركة (النصور، 2020)

4.5.2 العوامل المالية المؤثرة على قيمة الشركة:

تفرض نظرية السوق الكفو وجود علاقة للمعلومات المحاسبية والمؤشرات المستخلصة من القوائم المالية خاصة الأرباح على قيمة الشركة، وهناك مجموعة من المؤشرات المالية التي تؤثر بشكل مباشر على قيمة الشركة والتي تتمثل بما يلي:

1- ربحية السهم الواحد: والذي يعتبر من أهم مقاييس الأداء المالي حيث يظهر نصيب كل سهم من ربح الشركة وبالتالي يؤثر بشكل كبير على القيمة السوقية للسهم، ويقاس ربحية السهم الواحد من خلال طرح صافي الأرباح من توزيعات الأسهم الممتازة ومن ثم قسمتها على متوسط عدد الأسهم (رزق، 2019).

2- حصة السهم من الأرباح الموزعة: والتي تعكس مقدار ما تم توزيعه من الأرباح المحققة على حملة الأسهم العادية والتي تؤثر بشكل كبير على سعر السهم السوقية، والتي يمكن قياسها من خلال قسمة إجمالي الأرباح الموزع على الأسهم على عدد الأسهم العادية (النصور ، 2020).

3- نسبة الرفع المالي: حيث تساعد هذه النسبة على تحديد المسار المالي للشركة حيث، تحدد في حال كانت الشركة تعتمد على حقوق الملكية او الديون في تمويل استثماراتها بالتالي تقييم المخاطر التي تؤثر بشكل كبير على سعر السهم في السوق، والتي يمكن قياسها من خلال قسمة إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول (بقيلة، عكور، 2018).

4- مضاعف سعر السهم: تساعد هذه النسبة في تحديد هل سعر السهم في السوق مقوم بأقل من قيمته الحقيقية أو أكثر من قيمته الحقيقية وبالتالي يؤثر بشكل كبير على سعر السهم بالسوق، ويمكن قياسها من خلال قسمة السعر السوقي للسهم على ربحية السهم (شنك، 2018).

5.5.2 العوامل الغير المالية المؤثرة على قيمة الشركة:

إلى جانب العوامل المالية التي تؤثر على قيمة الشركة والتي أهمها ربحية السهم الواحد وحصة السهم من الأرباح الموزعة ونسبة الرفع المالي ومضاعفة سعر السهم، إلا أن هناك مجموعة من العوامل الغير المالية التي تؤثر على قيمة الشركة والتي تتمثل ب:

1- حجم الشركة: حيث يؤثر حجم الشركة بشكل مباشر على عوائد الأسهم والتي يمكن قياسها من خلال حجم إجمالي الأصول (شك، 2018).

2- سمعة مدقق الحسابات: حيث أن المدقق في تقرير يصدر رأيه في عدالة القوائم المالية التي تعتبر الأساس في اتخاذ قرار الاستثمار، بالتالي فإنه سمعة شركة التدقيق من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للسهم نظرا لأهميتها في اتخاذ القرارات الاستثمارية لدى المستثمر (النصور، 2020)

3- سمعة الشركة: حيث تعبر سمعة الشركة عن نوع الرأي الصادر عن مدقق الحسابات هل هو متحفظ ام مقيد ام معاكس أم نظيف أم يتمتع عن إبداء رأيه والذي من شأنه أن يؤثر بشكل كبير على القيمة السوقية للسهم (بقيلة، عكور، 2018).

6.5.2 قياس قيمة الشركة:

هناك عدة مؤشرات تستخدم لقياس قيمة الشركة الا أن المقياس الأفضل لقياس قيمة الشركة يتمثل بنموذج القيمة السوقية القائم على فكرة السعر السائد في الشركة في السوق المالي والذي يتمثل بالسعر الذي يستعد أن يدفع المستثمر قيمة لأصول الشركة، ويتم قياس القيمة السوقية من خلال ضرب سعر اغلاق السهم بنهاية العام في عدد الأسهم المتداولة، ولغرض تقييم نموذج القيمة السوقية يتم استخدام نماذج التقييم منها نموذج القيمة السوقية والقيمة الدفترية للمهم التي تقاس من خلال قيمة حقوق الملكية إلى عدد الأسهم المتداولة وإذا كانت النسبة تزيد عن واحد فإن الاستثمار جيد الا إن استخدام هذا النموذج أقل فائدة في عملية تقييم نموذج القيمة السوقية لأنه لا يأخذ بعين الاعتبار المتغيرات المستقبلية التي ترتبط بالتدفقات النقدية التي تؤثر على قيمة السهم في السوق (زلوم، 2017).

ونتيجة لهذه السلبية جاء نموذج Tobin's q الذي يعتبر من أحد المقاييس المتطورة والحديثة التي لها القدرة على تقييم الشركة من خلال تقدير قيمتها السوقية، بالتالي تعتبر من أحد المقاييس التي تستخدم لقياس الربح المستقبلي للاستثمار من خلال قياس هذا النموذج القيمة السوقية لشركة بالنسبة إلى قيمتها الدفترية، ويتميز هذا المقياس بسهولة حسابه بالاعتماد على البيانات المتوفرة في القوائم المالية (الشوارة، 2019).

ويتم قياس Tobin's q عن طريق قسمة القيمة السوقية للأصول إلى القيمة الاستبدالية للأصول، إلا أنه نظرا لصعوبة الوصول إلى القيمة الاستبدالية للأصول فإنه يتم استخدام القيمة الدفترية للأصول وفي المقابل فإن القيمة السوقية للشركة تقاس عن طريق ضرب عدد أسهم الشركة بنهاية العام بسعر إغلاقها، وإذا كانت قيمة Tobin's q أقل من واحد هذا يعني بأن القيمة السوقية للشركة أقل من قيمة الأصول أي أن الشركة قيمت بقيمة بأقل من قيمتها، ومن ناحية أخرى إذا كانت قيمة Tobin's q أكبر من واحد فهذا معناه بأن القيمة السوقية للشركة أكبر من تكلفة استبدال الأصول وهذا يدل على وجود فرص أفضل للاستثمار ويشير إلى وجود إدارة جيدة (الشطناوي، 2018).

ويعكس مقياس Tobin's q الأداء التشغيلي للشركة ومدى كفاءتها بالاستغلال الأمثل للموارد التي تملكها لإنتاج أكبر قدر من السلع بجودة عالية وبتكلفة مناسبة للحفاظ على أعلى هامش ربح، بالتالي يأخذ هذا المقياس الأداء التشغيلي بعين الاعتبار نظرا لدوره بتعظيم ثروة المساهمين من خلال تحمين القيمة السوقية للسهم (Chousr, 2021).

ترى دراسة (عباد، 2004) أن تعظيم قيمة الشركة يتمثل في تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد وليس تعظيم الأرباح للسهم، حيث يتطلب تعظيم القيمة السوقية للسهم أن تعمل الوحدات التشغيلية في الشركة بأكبر قدر من الكفاءة وأقل تكلفة ممكنة وبجودة مرتفعة وبسعر أقل، وأيضا تطوير سلع يرغب فيها المستهلك ويحتاجها، كما يتطلب توافر الخدمات ما بعد البيع، وينعكس كل ذلك على ثروة الملاك والرخاء الاقتصادي، بينما تعظيم الأرباح أكثر عرضة للتلاعب به من قبل الإدارة (نويجي، 2017). ويمكن للباحث تعريف قيمة الشركة على أنها:

القيمة التي تسعى الشركات لتعظيمها والتي تعبر عن الشركة ككل وتتمثل في الأرباح المحاسبية، عوائد الأسهم، الأسعار السوقية للأسهم في بورصة الأوراق المالية... إلخ، وتعتبر نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم ومؤشر Tobin's q من أهم وأشهر المداخل المعاصرة لتقييم الشركة.

6.2 المتغيرات الضابطة

1.6.2 نوع شركة التدقيق

تعد خصائص شركة التدقيق، وبشكل خاص ما إذا كانت من ضمن شركات التدقيق الكبرى (Big Four) أو من الشركات المحلية، من العوامل المؤثرة في جودة التقارير المالية. فقد كشفت دراسة حديثة أجريت على الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2017-2021) أن جودة التقارير المالية ترتبط ارتباطا إيجابيا بحجم شركة التدقيق، حيث أظهرت الشركات المدققة من

قبل شركات التدقيق الكبرى مستوى أعلى من جودة التقارير المالية مقارنة بتلك التي تدققها شركات أصغر أو محلية، وذلك بفضل ما تتمتع به من خبرة واسعة وإجراءات رقابية صارمة وسمعة مهنية قوية. (Samlanie et al., 2024)

2.6.2 الخبرة المالية للجنة التدقيق

تعد الخبرة المالية للجنة التدقيق من العوامل الرئيسية التي تؤثر في جودة الرقابة على التقارير المالية، حيث تسهم المعرفة المحاسبية والمالية لدى أعضاء اللجنة في تحسين قدرتهم على تفسير المعلومات المالية، والتفاعل بفعالية مع المدققين الخارجيين، وكشف الممارسات المحاسبية المضللة. وتشير الأدبيات الحديثة إلى أن وجود أعضاء ذوي خلفية مهنية في المحاسبة أو التدقيق يعزز من كفاءة لجنة التدقيق في أداء مهامها الرقابية، وبالتالي ينعكس إيجاباً على جودة الإفصاح والشفافية. كما تؤكد الدراسات أن الشركات التي تضم في لجان تدقيقها أعضاء ذوي خبرة مالية تكون أقل عرضة للتلاعب المحاسبي أو التحفظات في التقارير المالية. (Alfraih, 2023)

7.2 بورصة فلسطين

تأسست سوق فلسطين للأوراق المالية كشركة مساهمة خصوصية في عام 1995، بهدف توفير سوق مالية فلسطينية تؤمن تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، كما تنظم مراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، فكانت ولا تزال البورصة العربية الوحيدة المملوكة بالكامل من قبل القطاع الخاص، وعقدت أول جلسة تداول في 1997/02/18.

تحولت البورصة إلى شركة مساهمة عامة في عام 2010 وهي مسجلة لدى مراقب الشركات في وزارة الاقتصاد الوطني تحت الرقم (562601187) وقد رافق هذا التحول إطلاق الهوية المؤسسية الجديدة، ليصبح الاسم التجاري "بورصة فلسطين" وشعارها "فلسطين الفرص". والتزاماً بمبادئ الحوكمة الرشيدة تم إدراجها للتداول في 2012/4/4 لتحل بذلك المرتبة الثانية بين البورصات العربية. وتركز السوق جهودها على ترويج الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة واستقطاب مستثمرين جدد محليين وإقليميين ودوليين، إضافة إلى فلسطينيي الشتات، وتباشر أعمالها من مقرها في مدينة نابلس.

منذ نشأتها، حرصت بورصة فلسطين على مواكبة أحدث القوانين والتشريعات والأنظمة العصرية التي تسعى لضمان أقصى درجات الشفافية والنزاهة وحماية المستثمرين. وسعت إلى اقتناء أحدث

التكنولوجيا في عالم أسواق المال، فكانت أول بورصة عربية مؤتمتة بالكامل. استخدمت بورصة فلسطين دائما أنظمة NASDAQ OMX الأميركية في التداول والرقابة على التداول والإيداع والتحويل، وستتحول في العام 2019 لاستخدام الجيل الثالث من أنظمة NASDAQ OMX عبر استخدام منصة التداول اكستريم "X-Stream".

وتتوزع الشركات المدرجة في بورصة فلسطين على خمسة قطاعات اقتصادية، هي: البنوك والخدمات المالية، والتأمين، والاستثمار، والصناعة، والخدمات. وتتداول السوق بالأسهم العادية بعملتي الدينار والدولار الأميركي. وتمتد أعمال شركات الأوراق المالية الأعضاء (شركات الوساطة) في البورصة لتغطي الضفة الغربية وقطاع غزة، وتعمل بنوك "الحافظ الأمين" على حفظ وإدارة الأوراق المالية بالنيابة عن المستثمرين الأجانب.

وبورصة فلسطين مدرجة في أهم المؤشرات المالية العالمية، فهي ضمن "الأسواق المبتدئة" "Frontier Markets" في مؤشرات فوتسي "فايننشال تايمز العالمية" وهي ضمن مؤشر مستقل خاص "بفلسطين" في كل من مورغان ستانلي و ستاندرد آند بورز.

كما أن للبورصة حضور إقليمي ودولي من خلال عضويتها في العديد من الاتحادات المتخصصة بالأسواق المالية، فهي عضو كامل العضوية في كل من اتحاد البورصات العالمية (WFE) واتحاد البورصات العربية واتحاد البورصات الأوروبية-الآسيوية (FEAS) وملئقى بورصات الدول الإسلامية ومؤسسة الإيداع لدول أفريقيا والشرق الأوسط (AMEDA) ومؤسسة وكالات الترميز الوطنية (ANNA). هذا بالإضافة إلى العديد من مذكرات التفاهم مع البورصة السويدية والبورصة المصرية وصندوق النقد العربي. (بورصة فلسطين، 2024)

8.2 بورصة عمان

تأسست بورصة عمان في 11 آذار 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة.

وفي 20 شباط 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة وتعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان. وتدار شركة بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء تعينهم الهيئة العامة ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة.

وبموجب النظام الأساسي لشركة بورصة عمان، تتمثل المهام الرئيسية بممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها، وتوفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعادل، ونشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها البورصة.

قامت البورصة بإعداد خطتها الاستراتيجية للأعوام 2024-2026 والتي جاءت منسجمة مع رؤية البورصة المتمثلة في توفير سوق مالي متقدم ومتميز تشريعياً وتقنياً على المستوى الإقليمي والعالمي متماشياً مع المعايير العالمية في مجال الأسواق المالية ويسهم في توفير بيئة جاذبة للاستثمار. ومن خلال الاطلاع على أهداف البورصة والخطط الاستراتيجية السابقة وتحليل البيئة الداخلية والخارجية فقد تضمنت الخطة الاستراتيجية مجموعة من الأهداف التي من شأنها أن تساهم في تعزيز المنفعة الاقتصادية التي تقدمها البورصة، وتمكينها من تقديم خدمات أفضل.

وقد جاءت أهداف هذه الخطة منسجمة مع رؤية التحديث الاقتصادي، حيث يأتي دور بورصة عمان في هذه الرؤية من خلال مبادرة " تعميق وتوسيع الأسواق المالية الأردنية " والتي جاءت ضمن أولوية الخدمات المستقبلية في ركيزة النمو الاقتصادي.

تضمنت الخطة ثلاثة أهداف استراتيجية، يستهدف الأول الانطلاق نحو بورصة متطورة، في حين يسعى الهدف الثاني إلى تطوير البيئة الاستثمارية، وجاء الهدف الثالث لتعزيز استدامة وتنمية السوق. ولتحقيق الأهداف الثلاثة آنفة الذكر، فقد شملت الخطة سبع مبادرات تضمنت تنفيذ خمسة وعشرين مشروعاً خلال الأعوام 2024-2026 (بورصة عمان، 2024).

9.2 الدراسات السابقة

1.9.2 مقدمة

سيتناول هذا المبحث الدراسات السابقة والتي تعد جزءاً مهماً من أي بحث علمي، حيث يهدف إلى استعراض وتحليل الأعمال البحثية التي سبقت الدراسة الحالية في نفس المجال. يساعد هذا الفصل في فهم التطورات التي حدثت في الموضوع، وتحديد الفجوات البحثية التي يمكن أن تساهم الدراسة في سدها. كما يوفر الأسس النظرية والمنهجية التي يعتمد عليها الباحث لتوجيه دراسته، مما يعزز من مصداقية البحث ويدعمه بالمعرفة العلمية الموثوقة.

2.9.2 الدراسات العربية

1. دراسة (معافا والشعراوي، 2024) بعنوان: أثر نسب السيولة والربحية والرفع المالي على القيمة السوقية للشركة: دليل من المملكة العربية السعودية

يهدف هذا البحث إلى اختبار أثر كل من نسبة السيولة، ونسبة الربحية، ونسبة الرفع المالي على القيمة السوقية للشركات غير المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي، وذلك باستخدام بيانات 113 شركة خلال الفترة من 2018 إلى 2022، بإجمالي 564 مشاهدة. وقد اعتمد الباحثان على المنهج الكمي باستخدام النسب المالية كأدوات تحليلية لتقييم الأداء المالي وتفسير العلاقة بين المؤشرات المالية والقيمة السوقية. توصلت الدراسة إلى أن نسبة السيولة لها تأثير إيجابي غير معنوي على القيمة السوقية، بينما أظهرت نسبة الربحية تأثيراً سلبياً غير معنوي. في المقابل، كان لنسبة الرفع المالي تأثير سلبي ومعنوي على القيمة السوقية، مما يشير إلى أهمية التركيز على هيكل رأس المال عند اتخاذ القرارات المالية الاستراتيجية.

1. دراسة (الدباغ، 2024) بعنوان: المرونة المالية وأثرها في قيمة الشركة: دراسة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

هدفت الدراسة إلى قياس وتحليل أثر المرونة المالية، المتمثلة بنسبة السيولة والرافعة المالية، على قيمة الشركة لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. اعتمد البحث منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (PMG/ARDL) على بيانات طولية متوازنة بعدد 66 مشاهدة. أظهرت النتائج أن ارتفاع مستويات المرونة المالية، سواء عبر زيادة السيولة أو انخفاض الرافعة المالية، يرتبط بأثر إيجابي طويل الأمد على قيمة الشركة من خلال زيادة القيمة السوقية. وأكدت الدراسة أهمية تبني الشركات لمؤشرات المرونة المالية كأدلة إرشادية تساعد في التحكم في مصادر التمويل، وتجنب التعثر المالي، واقتناص الفرص الاستثمارية، بالإضافة إلى تعزيز قدرتها على مواجهة الأزمات المالية.

2. دراسة (السلموني، 2023) بعنوان: أثر الاستدامة المالية على الأداء المالي للمؤسسات "دراسة تطبيقية على قطاع البترول في مصر"

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر الاستدامة المالية على الأداء المالي، بالتطبيق على قطاع البترول، وذلك بهدف تسليط الضوء على أهمية دمج مفاهيم الاستدامة في القطاعات الحيوية لمواجهة التحديات المرتبطة بندرة الموارد. وقد تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي لتحقيق أهداف الدراسة، مع توزيع استبانة على عينة مكونة من (300) من المديرين والعاملين في قطاع البترول. توصلت الدراسة إلى وجود أثر دال إحصائياً للاستدامة المالية على أبعاد الأداء المالي في قطاع البترول، كما أظهرت

النتائج وجود فروق ذات دلالة إحصائية في تطبيق مفهوم الاستدامة المالية وتحسين الأداء المالي تعزى إلى المتغيرات الديموغرافية (العمر، المؤهل العلمي، المسمى الوظيفي، وسنوات الخبرة).

3. دراسة (المحمود وسعد، 2023) بعنوان: الرقابة المالية وانعكاسها في الاستدامة المالية لعينة من الشركات الصناعية العراقية والكويتية للمدة 2017-2021

يهدف هذا البحث إلى تسليط الضوء على مفهوم الرقابة المالية كأداة استراتيجية لمواجهة التغيرات السريعة في بيئة الأعمال، وتحقيق الاستدامة المالية من خلال المرونة المالية والصحة المالية. وقد تم تطبيق الدراسة على عينة مكونة من 10 شركات صناعية عراقية وكويتية، خلال الفترة من 2017 إلى 2021، باعتماد المنهج الكمي من خلال التحليل المالي. أظهرت النتائج أن الرقابة المالية تُعد من أهم الوسائل التي تمكن الشركات من التكيف مع ديناميكية بيئة الأعمال. وقد حققت 3 من أصل 5 شركات عراقية، و2 من أصل 5 شركات كويتية، مستوى مرتفعاً من الرقابة المالية. كما تبين أن جميع الشركات التي تم تصنيفها على أنها رشيقة مالياً تمكنت من تحقيق الاستدامة المالية، مما يدل على أن الرقابة المالية تُعد ركيزة أساسية في الوصول إلى الاستدامة المالية.

4. دراسة (الجبوري والزبيدي، 2022) بعنوان: توظيف مؤشر تمويل النمو الفعلي لتعزيز الصحة المالية للشركات الصناعية المساهمة دراسة تحليلية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

يهدف البحث إلى تشخيص دور مؤشر تمويل النمو الفعلي في تعزيز الصحة المالية للشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وذلك في ظل التحديات التي تواجهها هذه الشركات والتي قد تهدد استمراريته في بيئة الأعمال التنافسية. تم جمع البيانات من خمس شركات صناعية باستخدام معلومات من الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية، واعتمد البحث على أسلوب الانحدار الخطي البسيط وتحليل البيانات عبر برنامج SPSS لإيجاد العلاقة بين معدل النمو الفعلي والصحة المالية. أظهرت النتائج تذبذباً في معدلات النمو الفعلي ومستويات الصحة المالية عبر فترة الدراسة، مع إثبات وجود تأثير إيجابي وواضح للنمو الفعلي في تعزيز الصحة المالية للشركات. توصي الدراسة بضرورة تعزيز معدل النمو الفعلي عبر الاعتماد على مصادر تمويل حقوق الملكية لتحسين الصحة المالية للشركات.

5. دراسة (العطوي وابو صبيح، 2022) بعنوان: تقييم الصحة المالية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة الممتدة (2010-2020)

هدفت الدراسة الحالية إلى قياس مدى تمتع الشركات بالصحة المالية باستخدام ثماني مؤشرات مالية مستندة إلى نموذج الحكومة الإندونيسية الصادر عام 2002، وهو معيار إلزامي لتصنيف الحالة

المالية للشركات المملوكة للدولة. تناولت الدراسة عشرة شركات صناعية مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة من 2010 إلى 2020، واستندت في تحليلها إلى البيانات المالية المتاحة. أظهرت النتائج تراجعاً ملحوظاً في نسبة التداول، والنقدية، ومعدل دوران الموجودات، والعائد على حقوق الملكية، والعائد على الاستثمار، ونسبة إجمالي الدين إلى إجمالي الموجودات، في حين حافظت معدلات تحصيل الدين ومعدل دوران المخزون على مستويات جيدة، ما أدى إلى تصنيف أغلب الشركات ضمن فئة الصحة المالية السيئة، باستثناء ثلاث شركات وجدت في المنطقة الحرجة. بناءً على هذه النتائج، توصي الدراسة بضرورة تحسين الأداء المالي عبر التركيز على تعزيز المؤشرات المالية المترجمة مع الحفاظ على المؤشرات الجيدة، لضمان تعزيز الصحة المالية للشركات العراقية وتعزيز استدامتها.

6. دراسة (منصور وآخرون، 2022) بعنوان: تأثير المرونة المالية في قيمة الشركات - دراسة تطبيقية لقطاع المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"

هدفت الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير المرونة المالية في قيمة المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، من خلال تحليل مؤشرات متغيرات البحث المتعلقة بالمرونة المالية، وهي السيولة والرافعة المالية كمتغيرات مستقلة، والقيمة السوقية للأسهم كمتغير تابع. مثلت عينة البحث (10) مصارف تجارية مدرجة في السوق، واستخدمت بيانات مدة عشر سنوات (2010-2019) المنشورة على الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية. سعت الدراسة لاختبار فرضياتها وعلاقة التأثير بين متغيرات البحث للإجابة على تساؤلاتها المتعلقة بالمشكلة البحثية. أظهرت النتائج أن المصارف التي اعتمدت على سياسة مالية مرنة، تتمثل في الاحتفاظ بمستويات مقبولة من السيولة واتباع سياسة رفع مالي معتدلة، كانت أكثر قدرة على مواجهة الصدمات الخارجية وتحقيق قيمة سوقية أفضل مقارنة بالمصارف الأخرى.

7. 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 إلى تقديم حلول فعّالة لمنع تعرض الشركات إلى أوضاع مالية تدفعها إلى إعلان الإفلاس، وذلك من خلال توظيف مفهوم المرونة المالية. ركزت الدراسة على التعرف على المؤشرات الدالة على المرونة المالية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، بالإضافة إلى دراسة أثر معدل النمو المستدام في تعزيز هذه المرونة. مثلت الدراسة مجتمع الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق، والبالغ عددها 88 شركة، حيث تم اختيار القطاع الصناعي لملائمته لمؤشرات الدراسة. تم اختيار عينة عمدية مكونة من 10 شركات صناعية استوفت شروط

الدراسة، وذلك خلال الفترة من 2011 حتى 2018، مع استمرار تداولها في البورصة. أظهرت نتائج الدراسة أن هناك أربع شركات حققت معدل نمو مستدام أعلى من المعدل القطاعي، ويرجع ذلك إلى قدرتها الأعلى على إدارة الديون مقارنة بالشركات الأخرى. كما كشفت نتائج تحليل مؤشرات المرونة المالية الثلاثة تفاوتاً في تطبيق هذه المؤشرات بين الشركات، ويعزى ذلك إلى مدى وعي الشركات التي حققت مرونة مالية عالية بأهمية تحصين نفسها ضد الصدمات المالية غير المتوقعة.

8. دراسة (رشوان وابو ناصر، 2021) بعنوان: قياس وتحليل أثر استخدام مؤشرات الصحة المالية على القيمة السوقية "دراسة تطبيقية على المصارف المدرجة في بورصة فلسطين"

هدفت الدراسة إلى قياس وتحليل أثر استخدام مؤشرات الصحة المالية على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة من 2009 إلى 2018. اعتمد الباحثان المنهج الوصفي التحليلي، وجمعاً البيانات من التقارير المالية السنوية للمصارف، حيث استخدموا برنامج EViews و Excel لتحليلها عبر 60 ملاحظة لكل متغير. أشارت النتائج إلى وجود ارتباط دال إحصائياً بين مؤشرات الصحة المالية والقيمة السوقية للمصارف، حيث تفسر المتغيرات المستقلة حوالي 85.5% من التغير في القيمة السوقية وفق نموذج Tobin's Q، بينما تعزى النسبة المتبقية إلى عوامل أخرى غير مدرجة في الدراسة. أوصت الدراسة بضرورة إجراء تقييم مستمر للصحة المالية للمصارف ونشر نتائجه لتعزيز التزامها، مما ينعكس إيجاباً على سمعتها وقيمتها في السوق.

3.9.2 الدراسات الأجنبية

1. دراسة (Al Hasanko, 2024) بعنوان:

Assessing the Financial Health of the Company and its Relationship to its Market Value Added: Evidence from Industrial Companies Listed on the (2021-2013) Amman Stock Exchange for the Period

هدف هذا البحث إلى تحليل العلاقة بين الصحة المالية للشركة والقيمة السوقية المضافة، بافتراض وجود ارتباط معنوي بين المتغيرين، حيث تم قياس الصحة المالية باستخدام نموذج Altman Z-Score، فيما تم احتساب القيمة السوقية المضافة (MVA) بناءً على الفرق بين القيمة السوقية للشركة ورأس المال المستثمر. تكونت عينة الدراسة من (8) شركات صناعية مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة من 2013 إلى 2021، وتم جمع البيانات من القوائم المالية المنشورة على المواقع الرسمية لتلك الشركات. أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الصحة المالية والقيمة السوقية المضافة، مما يدل على أن تحسن الصحة المالية للشركة يؤدي إلى ارتفاع قيمتها السوقية وتعزيز ثروة المساهمين.

2. دراسة (Ningsih and Simatupang, 2024) بعنوان:

The effect of financial ratio and firm size on firm value, with sustainability report as a moderating variable

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد تأثير النسب المالية وحجم الشركة على قيمة الشركة، مع دراسة دور تقارير الاستدامة كمتغير وسيط، وذلك باستخدام عينة من 12 شركة في قطاع الأغذية والمشروبات المدرجة في بورصة إندونيسيا (IDX) خلال الفترة 2020-2022. اعتمدت الدراسة على منهج كمي باستخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد وتحليل الانحدار المعتدل (MRA) لاختبار الفرضيات. أظهرت النتائج أن ربحية السهم (EPS) تؤثر إيجاباً وبشكل معنوي على قيمة الشركة، في حين أن حجم الشركة له تأثير سلبي ومعنوي، بينما لم يكن للنسبة الحالية (CR) تأثير معنوي. كما بينت النتائج أن تقارير الاستدامة تعدل العلاقة بين EPS وقيمة الشركة، لكنها لا تؤثر على العلاقة بين كل من CR أو حجم الشركة وقيمة الشركة.

3. دراسة (Hatem and Ali, 2023) بعنوان:

Impact of Size, Leverage and Growth on Company Value - Empirical Study on Saudi Food Production Companies –

هدفت الدراسة إلى تحليل أثر حجم الشركة والرافعة المالية والنمو على قيمة الشركة المقاسة بنسبة سعر السهم السوقي إلى القيمة الدفترية للسهم، وذلك باستخدام بيانات 12 شركة زراعية سعودية خلال الفترة 2012-2021. استخدم نموذج Auto Regressive Distributed Lag ونموذج Pooled Mean Groups لتحليل بيانات اللوحة، مع التركيز على الفروق بين المدى القصير والطويل. أظهرت النتائج وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات. وبشكل مفصل، كان لحجم الشركة تأثير سلبي معنوي على قيمة الشركة في المدى الطويل، بينما كان تأثيره في المدى القصير عكسياً وغير معنوي. أما الرافعة المالية فكان تأثيرها سلبياً وغير معنوي في المدى القصير، لكنه إيجابي ومعنوي في المدى الطويل. أما النمو فكان له تأثير عكسي وغير معنوي على القيمة في المدى القصير، ولكنه كان إيجابياً ومعنوياً في المدى الطويل قبل تعديل الربحية، وبعد التعديل تغير تأثيره إلى عكسي ومعنوي في المدى الطويل. تعكس هذه النتائج أهمية النظر إلى الفترات الزمنية المختلفة وأثر تعديل الربحية عند دراسة العوامل المؤثرة على قيمة الشركة.

4. دراسة (Bui et all, 2023) بعنوان:

The Effect of Capital Structure on Firm Value: A Study of Companies Listed on the Vietnamese Stock Market

يهدف هذا البحث إلى دراسة العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة لدى الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الفيتنامي، باستخدام بيانات مالية مدققة لـ 769 شركة من عام 2012 حتى 2022 بإجمالي 8459 ملاحظة. طبق البحث عدة طرق تقدير منها المربعات الصغرى العادية (OLS)، ونموذج التأثيرات الثابتة (FEM)، ونموذج التأثيرات العشوائية (REM)، والمربعات الصغرى المعممة (GLS) لتقييم أثر هيكل رأس المال على المؤشرات المالية الرئيسية: العائد على الأصول (ROA)، والعائد على حقوق الملكية (ROE)، ونسبة توبين Q. أظهرت النتائج تأثيراً إيجابياً لنسبة الدين على جميع المؤشرات، مع تأثير قوي خاصة على نسبة توبين Q (0.450)، وتأثير ضعيف على العائد على الأصول (0.011). أما نسبة الدين طويل الأجل فلم تؤثر بشكل كبير على قيمة الشركة، في حين كان للدين قصير وطويل الأجل تأثيرات سلبية على العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية ونسبة توبين Q، مع أكبر تأثير سلبي على توبين Q (0.562). بناءً على هذه النتائج، يوصي الباحثون الشركات والمستثمرين وصناع القرار باتخاذ قرارات مستنيرة لاختيار هيكل رأس المال الأمثل.

5. دراسة (Ahamd and Juniar, 2023) بعنوان:

Financial Health Indicators that Affect Return on Assets of Indonesian Guarantee Institutions

يهدف هذا البحث إلى معرفة مدى تأثير مؤشرات الصحة المالية في مؤسسة الضمان الإندونيسية على قيمة العائد على الأصول، حيث تم استخدام نظام الإنذار المبكر (EWS) ونسبة التروس كمقاييس للصحة المالية، من خلال مؤشرات تشمل هامش الملاءة المالية، كفاية أموال رأس المال، نسبة السيولة، نسبة الخسارة المتكبدة، وكفاية الأموال. اعتمدت الدراسة منهجاً كمياً ترابطياً باستخدام بيانات ثانوية مستخرجة من تقارير مؤسسة الضمان خلال الفترة من يناير 2016 إلى يونيو 2022، وباستخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد عبر برنامج Eviews الإصدار 12. أظهرت النتائج أن كل من هامش الملاءة المالية، كفاية أموال رأس المال، ونسبة السيولة تؤثر بشكل معنوي على الأداء المالي الممثل بالعائد على الأصول، بينما لم يكن لنسبة الخسارة المتكبدة ونسبة الديون تأثير معنوي على الأداء المالي.

6. دراسة (Ichsan et al, 2021) بعنوان:

The Effect of Financial Ratio on Firm Value: Empirical Evidence from Listed Firms in the IDX30 Index

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل تأثير نسبة النقد، ودوران إجمالي الأصول، وهامش صافي الربح، والأرباح لكل سهم على القيمة الدفترية للسعر للشركات المدرجة في مؤشر IDX30 خلال الفترة

2015-2019، وذلك باستخدام منهج وصفي كمي وتحليل انحدار متعدد على عينة مكونة من 11 شركة تم اختيارها بطريقة العينة العمدية من أصل 44 شركة. أظهرت النتائج أن المتغيرات الأربعة مجتمعة تفسر 64.5% من التباين في القيمة الدفترية للسعر، كما تبين أن دوران الأصول وهامش صافي الربح لهما تأثير إيجابي ومعنوي، في حين لم يكن لنسبة النقد ولا للأرباح لكل سهم تأثير معنوي على القيمة الدفترية للسعر، مما يشير إلى أهمية تتبع الأصول وتحسين الكفاءة التشغيلية لتحقيق قيمة أعلى للشركة.

7. دراسة (Srayyih and Al Rawi, 2021) بعنوان:

The effect of financial sustainability on market value - A study in a sample of firms listed in Iraq's securities market

هدفت الدراسة إلى استكشاف تأثير الاستدامة المالية على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة 2015-2019، باستخدام بيانات بانيلية لـ 31 شركة. أظهرت النتائج أن معظم الشركات كانت مستدامة مالياً، حيث كان للاستدامة المالية تأثير مباشر ومعنوي على العائد على الأصول، والاكتفاء الذاتي المالي، ونسبة المديونية، وتأثير عكسي معنوي على توفر رأس المال العامل، وتأثير عكسي غير معنوي على العائد على الاستثمار. أوصت الدراسة بضرورة اعتماد وحدة قياس موحدة للاستدامة المالية في السوق العراقي، لما لها من دور في ضمان الملاءة المالية وتحقيق التوازن المالي طويل الأجل، كما أكدت على أهمية أن تأخذ مجالس إدارة الشركات بعين الاعتبار القيمة السوقية والعمل على تحسينها من خلال تعزيز الاستدامة المالية.

8. دراسة (Abdi et al, 2020) بعنوان:

Impact of Sustainability on Firm Value and Financial Performance in the Air Transport Industry

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل تأثير الإفصاحات البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) على قيمة الشركة والأداء المالي في قطاع الطيران، من خلال تحليل بيانات لوحة تغطي 27 شركة طيران عالمية خلال الفترة 2013-2019 باستخدام قاعدة بيانات Thomson Reuters Eikon. استخدمت الدراسة نسبة السوق إلى القيمة الدفترية ونسبة Tobin's Q كمؤشرين لقيمة الشركة والأداء المالي على التوالي. أظهرت النتائج وجود تأثير إيجابي ومعنوي لكل من الإفصاحات البيئية والحوكمة على قيمة الشركة وكفاءتها المالية، بينما كان للإفصاحات الاجتماعية تأثير سلبي ومعنوي على المتغيرين، مما يشير إلى أن تحسين الأداء في بعدي البيئة والحوكمة يساهم في رفع القيمة السوقية والعائد، في حين أن النشاطات الاجتماعية قد تؤدي إلى نتائج مالية سلبية.

9. دراسة (Sabau-Popa et al, 2020) بعنوان:

Analyzing Financial Health of the SMES Listed in the AERO Market of Bucharest Stock Exchange Using Principal Component Analysis

يهدف هذا البحث إلى بناء مؤشر مالي مركب لقياس الصحة المالية للشركات المدرجة في سوق AERO التابع لبورصة بوخارست، وذلك باستخدام تحليل المكونات الرئيسية لتوليد المؤشر بالاعتماد على معدلات العائد والسيولة والإدارة لـ 25 شركة خلال الفترة 2011-2018. تم استخدام أسلوب العينة العنقودية لتحديد العينة، كما تم تطبيق اختبار t لعينة واحدة للتحقق من مستويات الصحة المالية وفقاً لتصنيفات Z. أظهرت نتائج تحليل الانحدار باستخدام بيانات اللوحة وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين معدل الملاءة والمؤشرات الثلاثة المشتقة من تحليل المكونات الرئيسية، كما أظهر النموذج قدرة جيدة على التنبؤ بالحالة المالية، حيث حدد بدقة 94.9% من الشركات ذات الصحة المالية الضعيفة، و40% من الشركات المستقرة، و72.2% من الشركات الجيدة مالياً.

10. دراسة (McLaren and Struwig, 2019) بعنوان:

Financial Ratios as Indicators of Financial Sustainability at a South African University

تهدف هذه الدراسة إلى استكشاف النسب المالية كمؤشرات لتقييم الاستدامة المالية في الجامعات بجنوب إفريقيا، في ظل التحديات الناتجة عن محدودية الموارد والدعوات الحكومية لتوفير التعليم المجاني. اعتمدت الدراسة على مراجعة أدبية شاملة لتطوير إطار نظري يتكون من خمس مجموعات من النسب المالية تشمل الأداء المالي، والسيولة، وإدارة الأصول، وإدارة الديون، والاحتياطات، تم ربطها بأربعة عناصر رئيسية للاستدامة المالية: الاستراتيجية، الاستدامة التشغيلية، الاستثمارات، وإدارة المخاطر. تم اختبار الإطار تجريبياً باستخدام بيانات مالية لجامعة جنوب إفريقيا واحدة على مدى ثماني سنوات. أظهرت النتائج أن النسب المالية توفر مؤشرات مفيدة لتحليل الاستدامة المالية، حيث ارتبطت نسب الأداء المالي بثلاثة عناصر رئيسية، بينما ارتبطت نسب الاحتياطي بعنصرين، وشملت إدارة المخاطر ثلاث مجموعات من النسب هي الأصول والديون والسيولة.

11. دراسة (Diannisa et al, 2019) بعنوان :

Impact of capital structure and firm financial performance on firm value: evidence of agribusiness firms in Indonesia stock exchange

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد تأثير هيكل رأس المال والأداء المالي على قيمة الشركة، حيث تم قياس الأداء المالي من خلال العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية. استخدم الباحث المنهج الوصفي

التحليلي مع بيانات مالية لشركات زراعية مدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة 2012-2016، وتم اختيار عينة قصدية مكونة من 16 شركة. أظهرت النتائج وجود تأثير إيجابي ومعنوي لكل من هيكل رأس المال والأداء المالي على قيمة الشركة. بناءً على هذه النتائج، توصي الدراسة بالتركيز على إدارة هيكل رأس المال وتحسين الأداء المالي نظراً لأثرهما الكبير على قيمة الشركة.

4.9.2 محاور الدراسات السابقة

بعد الاطلاع على الدراسات السابقة نجد انها تتناول العديد من المتغيرات والفرضيات والتي يمكن تلخيص محاورها كالتالي:

المحور الاول: النظام القانوني

تناولت بعض الدراسات النظام القانوني ولكن بطريقة مختلفة عن دراستنا حيث اشارت اليه من خلال الاطار المفاهيمي والرقابي في الشركات مثل حوكمة الشركات، الافصاح وحماية حقوق المساهمين. وقد ركزت دراسة (McLaren & Struwig, 2019) على العلاقة بين المؤشرات المالية والابعاد القانونية والتنظيمية في تقييم الاستدامة المالية، بينما اهتمت دراسة (Abdi et al, 2020) بأثر ممارسات الحوكمة والافصاح المؤسسي في سياق القوانين المنظمة لعمل الشركات، مما يعكس دور النظام القانوني في ضبط البيئة المالية للشركات وتعزيز كفاءتها.

المحور الثاني: مؤشرات الصحة المالية

تشير الادبيات الى ان مؤشرات الصحة المالية تعد احد المحاور الاساسية في تحليل اداء الشركات، وقد تناولتها عدة دراسات عبر مؤشرات مالية متنوعة، مثل السيولة، العائد على الاصول، العائد على حقوق الملكية، والرافعة المالية، كما في دراسة (العطوي وابو صبيح، 2022) ، (Al Hasanko, 2024) و (Ahmad and Juniar, 2023).

المحور الثالث: الاستدامة المالية

ركزت دراسات متعددة على مفهوم الاستدامة المالية باعتباره عنصراً استراتيجياً في الحفاظ على استمرارية الشركات على المدى الطويل، كما في دراسة (السلموني، 2023) ، (Srayyih and Al Rawi, 2021) و (McLaren and Strwig, 2019).

المحور الرابع: قيمة الشركة

تحظى قيمة الشركة باهتمام واسع في الدراسات المرتبطة بالمالية المؤسسية، وقد تم تناولها من خلال مؤشرات متنوعة مثل القيمة السوقية، Tobin's Q، ومؤشر القيمة المضافة السوقية، كما في دراسة

(معاغا والشعراوي، 2024) ، (Hatem and Ali, 2023) و (Ningsih and Simatupang, 2024).

5.9.2 ما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة

اختلفت الدراسات السابقة من ناحية ربط المتغيرات مع بعضها البعض، فبعد النظر الى الدراسات السابقة نجد انها تحتوي على المتغيرات المراد دراستها في رسالتنا مع اختلاف توظيف هذه المتغيرات من دراسة الى اخرى حيث اتت دراستنا لربط هذه المتغيرات جميعها في دراسة واحدة لتعمل على شمولية تتعلق بهذه المتغيرات ودراسة عميقة للعلاقة فيما بينهم واهم ما يميز دراستنا التالي:

تحتوي دراستنا على اربعة متغيرات وهي (النظام القانوني، مؤشرات الصحة المالية، قيمة الشركة والاستدامة المالية) حيث من وجهة نظر الباحث هذه الدراسة تعتبر من الدراسات القليلة التي تجمع هذه المتغيرات في نفس الدراسة بالرغم من امكانية وجود علاقة فيما بينهم.

1. استخدام مصطلح (الصحة المالية) حيث من النادر وجود هذا المصطلح في الدراسات السابقة لما، لما له في دور مهم في التأثير على قيمة الشركة واستدامتها المالية

2. استخدام مؤشرات مالية مختلفة ومتنوعة لقياس الصحة المالية للشركات، لما له من تنوع كبير لمؤشرات الاداء المالي من (الربحية، الكفاءة التشغيلية، السيولة والملائة المالية) حيث تقتصر الكثير من الدراسات على احدى هذه المؤشرات ولا تجمعها جميعها في دراسة واحدة

3. استخدام مصطلح الاستدامة المالية لما له من اهمية كبيرة في عالم الاعمال، حيث لا تجد الدراسات السابقة تنطلق الى الاستدامة المالية على وجه الخصوص وانما تقتصر على تناول الاستدامة بشكل عام، فدراسة الاستدامة المالية تعمل على اعطاء الشركات الصورة الواضحة للمستقبل المتوقع للوضع المالي للشركة وكيف يمكن العمل على العمل على وضع خطط مالية مستدامة لاستغلال الموارد المالية والغير مالية بالطريقة المثلى.

4. وجود النظام القانوني كمتغير تابع ودراسة مدى تأثيره على الاستدامة المالية وقيمة الشركات لما له من دور مهم جدا في فهم الاسواق المختلفة معرفة الدور المهم لهذا المتغير في تعزيز الاستدامة المالية وقيمة الشركات من عدمه.

الفصل الثالث

الإجراءات المنهجية للبحث

1.3 منهجية الدراسة

يهدف هذا البحث إلى التحقق من تأثير النظام القانوني ومؤشرات الصحة المالية على الاستدامة المالية وقيمة الشركات المدرجة في بورصة فلسطين وبورصة عمان. تم استخدام المنهج الكمي الارتباطي لإجراء هذه الدراسة، وذلك بالاعتماد على بيانات سلاسل زمنية مقطعية أو البيانات اللوحية (Panel Data) للشركات المدرجة في بورصة فلسطين وبورصة عمان. وقد تم تحليل هذه البيانات من أجل التحقق من وجود علاقات سببية بين متغيرات الدراسة من أجل الوصول إلى نتائج الدراسة التي تحقق أهدافها وتجب على أسئلتها من خلال اختبار فرضيات الدراسة.

2.3 فرضيات الدراسة

في ضوء مشكلة الدراسة واسئلتها وأهدافها وعناصرها تم صياغة أربعة فرضيات رئيسية، لاثنين منها ثمان فرضيات فرعية:

الفرضية الرئيسية الأولى:

H1: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للنظام القانوني على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.

الفرضية الرئيسية الثانية:

H2: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للنظام القانوني على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.

الفرضية الرئيسية الثالثة:

H3: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الصحة المالية على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.

ويتفرع منها الفرضيات التالية:

H3.1: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الربحية المتمثل في العائد على الأصول على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.

H3.2: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الربحية المتمثل في هامش إجمالي الربح على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.

H3.3: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات السيولة المتمثل في نسبة السيولة الحالية على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.

H3.4: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات السيولة المتمثل في نسبة السيولة السريعة على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.

H3.5: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات السيولة المتمثل في نسبة النقدية على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.

H3.6: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الرافعة المالية المتمثل في نسبة الديون الى الأصول على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.

H3.7: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الكفاءة التشغيلية المتمثل في معدل دوران الأصول على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.

H3.8: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الكفاءة التشغيلية المتمثل في معدل دوران المخزون على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.

الفرضية الرئيسية الرابعة:

H4: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الصحة المالية على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.

ويتفرع منها الفرضيات التالية:

H4.1: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الربحية المتمثل في العائد على الأصول على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.

H4.2: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الربحية المتمثل في هامش إجمالي الربح على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.

H4.3: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات السيولة المتمثل في نسبة السيولة الحالية على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.

H4.4: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات السيولة المتمثل في نسبة السيولة السريعة على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.

H4.5: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات السيولة المتمثل في نسبة النقدية على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.

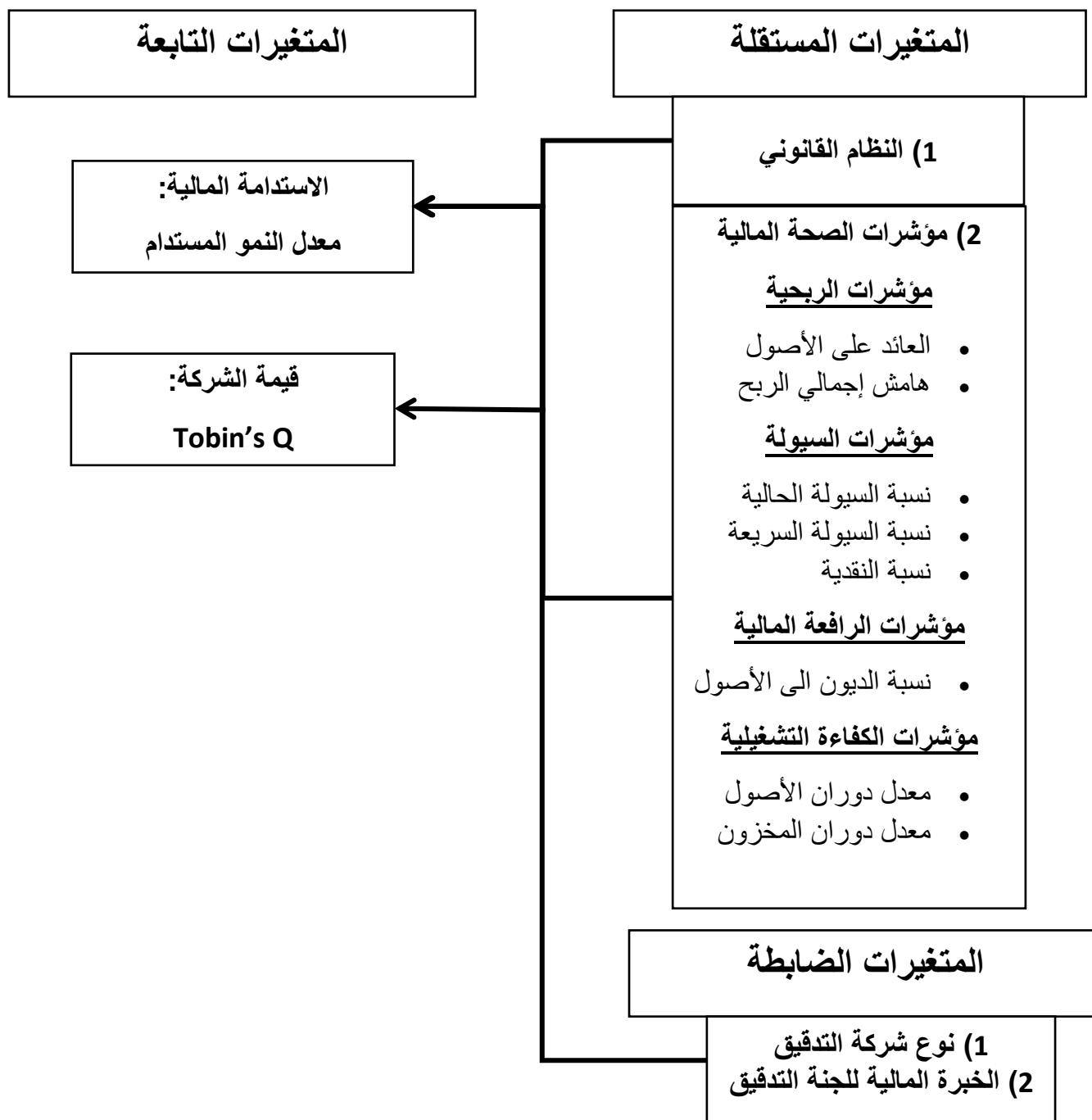
H4.6: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الرافعة المالية المتمثل في نسبة الديون الى الأصول على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.

H4.7: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الكفاءة التشغيلية المتمثل في معدل دوران الأصول على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.

H4.8: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الكفاءة التشغيلية المتمثل في معدل دوران المخزون على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان.

3.3 نموذج الدراسة

يمكن تلخيص العلاقة بين متغيرات الدراسة بالنموذج التالي:



شكل رقم 1.3: متغيرات الدراسة التابعة والمستقلة والضابطة

المصدر: إعداد الباحث

4.3 مجتمع وعينة الدراسة

تم تطبيق هذه الدراسة على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين وبورصة عمان واشتملت على بيانات هذه الشركات خلال الفترة (2019-2023)، حيث بلغ عدد هذه الشركات (41) شركة، (11) شركة في بورصة فلسطين و (30) شركة في بورصة عمان، وقد تم استبعاد اثنتين من الشركات من بورصة عمان وهي المتصدرة للأعمال والمشاريع وآفاق للاستثمار والتطوير العقاري القابضة وذلك بسبب عدم توفر البيانات اللازمة والكافية لتحقيق أهداف هذه الدراسة.

وبالاستناد إلى ما سبق، تكون مجتمع الدراسة من (39) شركة منها (11) شركة من بورصة فلسطين و(28) شركة من بورصة عمان خلال فترة الدراسة (2019-2023).

5.3 طرق جمع البيانات

بيانات الدراسة الحالية هي عبارة عن بيانات سلاسل زمنية مقطعية أو ما يسمى بالبيانات اللوحية (Panel Data)، وهي عبارة عن بيانات ثانوية (Secondary data) قد تم جمعها من التقارير المالية المدققة والمنشورة في بورصة عمان وبورصة فلسطين خلال السنوات 2019 حتى 2023، وهي بيانات سنوية.

وقد اشتملت الدراسة على (39) شركة صناعية تتوزع بياناتها السنوية في الفترة الزمنية 2019-2023 بواقع عدد من السنوات قدرها (5) سنوات. وقد تم استخدام البيانات التي تم الحصول عليها من أجل اختبار فرضيات الدراسة عن طريق تقدير نماذج الانحدار الخطي الخاصة بمثل هذا النوع من البيانات. تمثل الصيغ الرياضية التالية نماذج الانحدار المستخدمة للبيانات اللوحية في هذه الدراسة:

معادلة الدراسة الأولى:

$$Y_{1it} = B_{0i} + B_1X_{1it} + B_2X_{2it} + B_3X_{3it} + B_4X_{4it} + B_5X_{5it} + B_6X_{6it} + B_7X_{7it} + B_8X_{8it} + B_9X_{9it} + \alpha_1 Cont_{1it} + \alpha_2 Cont_{2it} + \varepsilon_{1it}$$

معادلة الدراسة الثانية:

$$Y_{2it} = B_{0i} + B_1X_{1it} + B_2X_{2it} + B_3X_{3it} + B_4X_{4it} + B_5X_{5it} + B_6X_{6it} + B_7X_{7it} + B_8X_{8it} + B_9X_{9it} + \alpha_1 Cont_{1it} + \alpha_2 Cont_{2it} + \varepsilon_{2it}$$

حيث أن:

Y_{1it} : المتغير التابع (معدل النمو المستدام) في نموذج الانحدار للشركة i ، خلال الزمن t .

Y_{2it} : المتغير التابع (القيمة السوقية) في نموذج الانحدار للشركة i ، خلال الزمن t .

X_{9it} ، X_{1it} : المتغيرات المستقلة في نموذج الانحدار للشركة i ، خلال الزمن t .

B_{0i} : ثابت الانحدار لكل شركة i ، بافتراض ثبات المقطع عبر الزمن.

B_9 ، B_1 : معاملات المتغيرات المستقلة X_{9it} ، X_{1it} .

α_2 ، α_1 : معاملات المتغيرات الضابطة.

$Cont_{2it}$ ، $Cont_{1it}$: المتغيرات الضابطة في نموذج الانحدار للشركة i ، خلال الزمن t .

ε_{2it} ، ε_{1it} : متسلسلات الأخطاء العشوائية للشركة i ، خلال الزمن t .

$$i = 1, 2, \dots, 39; t = 1, 2, \dots, 5$$

يوجد عدة أنواع لنماذج الانحدار الخطي للسلاسل الزمنية المقطعية منها: نموذج الأثر العشوائي ((Random Effect Model)، نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effect Model)، ونموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model). فيما يلي سوف يتم عرض شرح مبسط للأنواع الثلاثة حسب ما هو موجود في كتاب الاقتصاد القياسي لجوجاراتي وبورتر (Gujarati & Porter, 2009, Ch16):

أولاً: نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model): يعتبر أبسط نماذج الانحدار للبيانات اللوحية، ويتم التقدير بافتراض ثبات جميع معاملات النموذج مع الزمن، وبافتراض ثبات تأثير الزمن أيضاً، و تتم معالجة البيانات فيه بطريقة المربعات الصغرى العادية (Ordinary Least Squares – OLS)، وتكتب الصيغة العامة له كما يلي:

$$Y_{it} = B_0 + \sum_{j=1}^k B_j X_{jit} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن توقع الخطأ العشوائي ε_{it} يساوي صفراً، و تباينه ثابت.

ثانياً: نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effect Model): يسمح هذا النوع من النماذج بتقدير معامل ثابت الانحدار لكل مقطع لوحده بهدف تحديد سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية بشكل مستقل، حيث يمكن أن تمثل هذه المقاطع على سبيل المثال (شركات، بنوك، دول). ويمكن أن تكون ثوابت الانحدار متغيرة حسب كل مقطع ولكنها ثابتة على مستوى الزمن، أو بالعكس، وبالتالي فإن الصيغة العامة لهذا النوع من النماذج يمكن كتابتها كما يلي:

$$Y_{it} = B_{0i} + \sum_{j=1}^k B_j X_{jit} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن ε_{it} توقع الخطأ العشوائي يساوي صفراً، و تباينه ثابت. ويتم تقدير مثل هذه الأنواع من النماذج بطريقة المربعات الصغرى باستخدام متغيرات وهمية (Dummy variables) يمثل كل منها زمناً أو مقطعاً، ولهذا يعرف نموذج التأثيرات الثابتة أحياناً في كتب الاقتصاد القياسي بنموذج المربعات الصغرى ذو المتغيرات الوهمية (Least Squares Dummy Variables (LSDV) model).

ثالثاً: نموذج الأثر العشوائي (Random Effect Model): وهو يعتبر مكملًا للأنواع السابقة حيث يفترض أن ثوابت الانحدار هي متغيرات عشوائية $(B_{0i} = \mu + v_i)$ ، والصيغة العامة لنموذج التأثيرات العشوائية (REM) هي كما يلي:

$$Y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^k B_j X_{jit} + v_i + \varepsilon_{it}$$

حيث يشير v_i إلى الخطأ العشوائي في مجموعة البيانات لكل مقطع، ويسمى الحد $v_i + \varepsilon_{it}$ الخطأ المركب والذي يأخذ نفس خصائص الأخطاء العشوائية من ثبات التباين و التوقع الصفري.

يمكن تحديد نموذج الأثر المناسب لتقدير معادلات الدراسة من خلال مجموعة من الاختبارات أولها اختبار تشو (Chow test) أو F-test لفحص التأثيرات الثابتة، ثم اختبار مضاعف لاجرانج بروش-باجان ((Breusch-Pagan Lagrangian Multiplier Random Effects test (BP-LM) لفحص التأثيرات العشوائية، بحيث يتم اختيار نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression) في حالة كان هذان الاختباران غير دالين إحصائياً، أما إذا كان الاختباران دالان إحصائياً فإنه يتم اللجوء إلى اختبار اختبار هوسمان (Hausman test) بحيث يتم اختيار نموذج الأثر العشوائي إذا كان الاختبار

غير دال ويتم اختيار نموذج التأثيرات الثابتة إذا كان دالا (Park, 2011). ويوضح الجدول التالي ملخص اختبارات نوع الأثر لمعادلات نماذج الانحدار الخاصة بالدراسة:

جدول رقم 1.3: اختبارات نوع الأثر.

المعادلة	نوع الفحص	التأثيرات الثابتة FEM	التأثيرات العشوائية REM	القرار
	الاختبار	اختبار F-test	اختبار مضاعف لاجرانج BP-LM	
المعادلة الأولى : معادلة متغير الاستدامة	الدلالة الإحصائية	Prob.=0.0165	Prob.= 0.1256	اختيار نموذج التأثيرات الثابتة
	نتيجة الاختبار	الاختبار دال إحصائيا	الاختبار غير دال إحصائيا	
المعادلة الثانية : معادلة القيمة السوقية	الدلالة الإحصائية	Prob.=0.0000	Prob.=0.0000	اختيار نموذج التأثيرات العشوائية بناءً على نتائج اختبار هوسمان (Hausman test) Prop.=0.1617
	نتيجة الاختبار	الاختبار دال إحصائيا	الاختبار دال إحصائيا	

تشير نتائج اختبارات نوع الأثر في الجدول أعلاه إلى اختيار نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effect Model, FEM) لتقدير معادلة الدراسة الأولى الخاصة بالمتغير التابع (الاستدامة)، في حين تشير النتائج إلى اختيار نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effect Model, REM) لتقدير معادلة الدراسة الثانية الخاصة بالمتغير التابع (القيمة السوقية).

6.3 متغيرات الدراسة

متغيرات الدراسة وهي كالتالي:

1.6.3 المتغيرات التابعة:

معدل النمو المستدام والقيمة السوقية Tobin's Q

2.6.3 المتغيرات المستقلة:

العائد على الأصول، هامش اجمالي الربح (معدل الربح) ، نسبة السيولة الحالية، نسبة السيولة السريعة، نسبة النقدية، الديون الى الاصول (المديونية) ، معدل دوران الاصول، معدل دوران المخزون والنظام القانوني.

3.6.3 المتغيرات الضابطة:

نوع شركة التدقيق (بيغ فور=1، شركة عادية=0) والخبرة المالية للجنة التدقيق.

الجدول التالي يوضح متغيرات الدراسة وطرق قياسها:

جدول رقم 2.3: متغيرات الدراسة وطرق قياسها.

المتغير	طريقة القياس	المراجع
معدل النمو المستدام	العائد على حقوق الملكية * (1 - نسبة توزيع الأرباح)	(Altahtamouni et al, 2022) (Hakim et al, 2023)
القيمة السوقية Tobin's Q	Tobin's Q = القيمة السوقية للشركة / إجمالي الأصول	(الشطناوي، 2018)
العائد على الأصول	(صافي الربح / إجمالي الأصول) * 100	(حامد وآخرون، 2017)
هامش إجمالي الربح (معدل الربح)	(الإيرادات - تكلفة البضاعة المباعة) / الإيرادات * 100%	(حامد وآخرون، 2017)
نسبة السيولة الحالية	الأصول المتداولة / الالتزامات المتداولة	(العطوي وأبو صبيح، 2022)
نسبة السيولة السريعة	إجمالي الأصول المتداولة - المخزون - المصروفات المدفوعة مقدما / إجمالي الخصوم المتداولة	(حامد وآخرون، 2017)
نسبة النقدية	(النقد + شبه النقد) / المطلوبات المتداولة	(العطوي وأبو صبيح، 2022)
الديون إلى الأصول (المديونية)	إجمالي الديون / صافي الموجودات * 100%	(Yulsiati, 2016)
معدل دوران الأصول	صافي المبيعات / إجمالي الأصول	(العطوي وأبو صبيح، 2022)
معدل دوران المخزون	تكلفة البضاعة المباعة / معدل المخزون	(العطوي وأبو صبيح، 2022)
النظام القانوني	حرية التعبير والمساءلة، الاستقرار السياسي وغياب العنف، فعالية الحكومة، جودة التنظيم، سيادة القانون، ومكافحة الفساد	(البنك الدولي، 2024)
نوع شركة التدقيق	(بيغ فور=1، شركة عادية=0)	متغيرات ثنائية
الخبرة المالية للجنة التدقيق	عدد أعضاء ذوي الخبرة في مجال المحاسبة والتدقيق على إجمالي عدد أعضاء لجنة التدقيق	(Komal et al, 2023)

الجدول التالي يوضح متغيرات الدراسة ورموزها حسب ظهورها في المعادلات وفحص الفرضيات:
جدول رقم 3.3: متغيرات الدراسة ورموزها.

المتغير	الرمز	نوعه
معدل النمو المستدام	y1	تابع
القيمة السوقية	y2	تابع
العائد على الأصول	x1	مستقل
هامش اجمالي الربح (معدل الربح)	x2	مستقل
نسبة السيولة الحالية	x3	مستقل
نسبة السيولة السريعة	x4	مستقل
نسبة النقدية	x5	مستقل
الديون الى الاصول (المديونية)	x6	مستقل
معدل دوران الاصول	x7	مستقل
معدل دوران المخزون	x8	مستقل
النظام القانوني	X9	مستقل
نوع شركة التدقيق (بيغ فور = 1, شركة عادية = 0)	cont1	ضابط
الخبرة المالية للجنة التدقيق	cont2	ضابط

الإحصائيات الوصفية واختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة:

تنقسم البيانات المستخدمة في هذه الدراسة إلى قسمين، بيانات نوعية وبيانات كمية، وهذه البيانات عبارة عن مؤشرات مالية خاصة بالشركات الصناعية التي تم دراستها، وهي تمثل متغيرات النظام القانوني للشركات و مؤشرات الصحة المالية وهي بيانات للمتغيرات المستقلة والبيانات المتعلقة بالاستدامة المالية للشركات والقيمة السوقية كبيانات للمتغيرات التابعة لها بالإضافة إلى متغيرات ضابطة هي نوع شركة التدقيق و الخبرة المالية للجنة التدقيق، وقد تم الحصول على هذه المؤشرات من التقارير المالية للشركات. المتغير النوعي الوحيد هو متغير نوع شركة التدقيق وهو متغير فئوي له قيمتين (1 إذا كانت شركة التدقيق بيج فور و 0 شركة عادية). و يوضح الجدول التالي رقم (3) تلخيصاً للإحصاءات الوصفية للمتغيرات التابعة والمستقلة والمتغيرات الضابطة، حيث تشمل الوسط الحسابي والوسيط وأعلى قيمة وأقل قيمة والانحراف المعياري بالإضافة لمقياسي التفرطح والالتواء لكل متغير.

جدول 4.3: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة.

المتغير	الوسط الحسابي	الوسيط	أعلى قيمة	أدنى قيمة	الانحراف المعياري	الالتواء	التفرطح	اختبار التوزيع الطبيعي
X1	0.032	0.041	0.346	-0.857	0.111	-4.298	34.920	0.000
X2	0.210	0.185	0.766	-0.659	0.223	-0.363	4.093	0.001
X3	2.944	2.345	15.307	0.133	2.734	1.845	6.912	0.000
X4	1.997	1.355	13.898	0.033	1.989	2.460	11.701	0.000
X5	0.580	0.169	8.357	0.000	1.100	3.562	18.909	0.000
X6	0.354	0.287	0.998	0.006	0.206	0.724	2.763	0.000
X7	0.603	0.546	2.699	0.000	0.384	1.565	8.575	0.000
X8	4.973	2.924	47.091	0.000	6.078	3.384	18.179	0.000
X9	42.893	48.738	51.143	21.662	10.568	-1.016	2.166	0.000
CONT1	0.395	0.000	1.000	0.000	0.490	0.430	1.185	0.000
CONT2	0.358	0.333	1.000	0.000	0.254	0.292	2.500	0.091
Y1	-0.261	0.019	0.962	-50.341	3.610	-13.798	191.918	0.000
Y2	0.783	0.665	4.274	0.089	0.568	1.784	9.474	0.000

تشير نتائج الجدول السابق بأنه فيما يتعلق بمؤشرات الربحية، تراوحت قيم متغير العائد على الأصول للشركات من -0.857 إلى 0.346 وبلغت قيمة الوسط الحسابي له 0.032، كما تراوحت قيم متغير هامش إجمالي الربح (مجمّل الربح) للشركات من -0.659 إلى 0.766 وبلغت قيمة الوسط الحسابي له 0.21. وفيما يتعلق بمؤشرات السيولة، تراوحت قيم متغير نسبة السيولة الحالية للشركات من 0.133 إلى 15.307 وبلغت قيمة الوسط الحسابي له 2.944، كما تراوحت قيم متغير نسبة السيولة السريعة للشركات من 0.033 إلى 13.898 وبلغت قيمة الوسط الحسابي له 1.997، أيضاً تراوحت قيم متغير نسبة النقدية للشركات من 0 إلى 8.357 وبلغت قيمة الوسط الحسابي له 0.58. فيما يتعلق بمؤشرات الرافعة المالية، تراوحت قيم متغير الديون إلى الأصول (المديونية) للشركات من 0.006 إلى 0.998 وبلغت قيمة الوسط الحسابي له 0.354، وبخصوص مؤشرات الكفاءة التشغيلية، تراوحت قيم متغير معدل دوران الأصول للشركات من 0 إلى 2.699 وبلغت قيمة الوسط الحسابي له 0.603، كما تراوحت قيم متغير معدل دوران المخزون للشركات من 0 إلى 47.091 وبلغت قيمة الوسط الحسابي له 4.973. فيما يتعلق بمتغير النظام القانوني للشركات، تراوحت قيمه من 21.662 إلى 51.143 وبلغت قيمة الوسط الحسابي له 42.893، كما تراوحت قيم متغير معدل النمو المستدام للشركات من -50.341 إلى 0.962 وبلغت قيمة الوسط الحسابي له -0.261، كما تراوحت قيم متغير القيمة السوقية للشركات من 0.089 إلى 4.274 وبلغت قيمة الوسط الحسابي له 0.783. أما بالنسبة لمتغير نوع

شركة التدقيق، فقد بلغ عدد الشركات (بيغ فور) 15 شركة من أصل 39 شركة بنسبة 39% من الشركات تقريبا. كما تراوحت قيم متغير الخبرة المالية للجنة التدقيق للشركات من 0 إلى 1 وبلغت قيمة الوسط الحسابي له 0.358.

كما تشير النتائج في الجدول إلى أن قيم الوسيط لمعظم المتغيرات قريبة من قيم الوسط الحسابي لنفس المتغير، في حين أن جميع المتغيرات لا تتوزع توزيعا طبيعيا، وهذا يتضح من قيم اختبار التوزيع الطبيعي و من خلال قيم الالتواء التي أغلب قيمها تقع خارج الفترة ± 2 ، وأيضا من قيم التفرطح التي أغلب قيمها تقع خارج الفترة 3، مما يدل على وجود قيم شاذة في هذه المؤشرات، حيث قام الباحث بتفحص هذه القيم والرجوع إليها والتأكد منها ومن طرق حسابها.

7.3 التوزيع الطبيعي

من أجل التأكد من التوزيع الطبيعي لمتسلسلة البواقي لكل معادلة من معادلات الدراسة، يمكن استخدام اختبار جاركيو-بيرا (Jarque & Bera, 1987)، ويوضح الجدول التالي نتائج هذا الاختبار لمعادلات الدراسة بعد عملية التقدير:

جدول رقم 5.3: نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لمتسلسلات البواقي Residuals.

متسلسلة البواقي للمعادلة	قيمة الاختبار Jarque-Bera Statistic	مستوى الدلالة الإحصائية P-Value
متسلسلة البواقي للمعادلة الأولى (معادلة الاستدامة)	163992.7	0.000
متسلسلة البواقي للمعادلة الثانية (معادلة القيمة السوقية)	513.25	0.000

تشير نتائج التوزيع الطبيعي إلى أن مستوى الدلالة للاختبار أقل من مستوى 0.05، وهذا يشير إلى أن متسلسلات البواقي توزيعها الإحصائي غير طبيعي، وذلك لوجود بعض القيم الشاذة في البيانات، وعند القيام بحذف القيم الشاذة تصبح قيم مستوى الدلالة لاختبار التوزيع الطبيعي (0.121 و 0.212)، كما أن حجم عينة الدراسة مناسب و كبير نسبيا وبالتالي يمكن اعتماد نتائج تقدير المعادلات بالبيانات الحالية.

الفصل الرابع

تحليل البيانات وعرض نتائج الدراسة

1.4 صلاحية بيانات الدراسة للتحليل الإحصائي

من أجل تقدير نماذج الدراسة واختبار فرضيات الدراسة، يتوجب على الباحث أولاً إجراء بعض الاختبارات التشخيصية (Diagnosis Tests) للتأكد من صلاحية البيانات ومدى تحقيقها لمجموعة من الشروط المطلوبة لتقدير نماذج البيانات اللوحية، وهذه الشروط هي: استقرار السلاسل الزمنية (Stationarity)، عدم وجود مشكلة التداخل الخطي (Multicollinearity)، عدم وجود مشكلة الارتباط المتسلسل (Serial Correlation)، وأخيراً ثبات تباين الخطأ العشوائي (Homoskedasticity)، وسوف يتم دراسة هذه الشروط عن طريق إجراء الاختبارات الإحصائية المتعلقة بها في هذا البند على التوالي.

1.1.4 اختبارات جذر الوحدة لاستقرار السلاسل الزمنية (Unit Root Test)

عادة ما تكون السلاسل الزمنية غير مستقرة مع الزمن بسبب احتوائها على عامل الاتجاه (Trend) والذي يعكس ظروف معينة تؤثر على المتغيرات إما في نفس الاتجاه أو في الاتجاه العكسي. حتى تكون نتائج تقدير الانحدار دقيقة وموثوقة، فإنه لا بد من التأكد من استقرار السلاسل الزمنية المقطعية باستخدام اختبارات جذر الوحدة، ومن هذه الاختبارات: اختبار ليفين-لن-شو واختبار فيشر. الجدول التالي يوضح نتائج اختبارات جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة:

جدول رقم 1.4-أ: نتائج اختبارات جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة.

الفرق الأول First Difference		المستوى Level		الاختبار Test	المتغير Variable
الدلالة الإحصائية Prob.	قيمة الاختبار Statistic	الدلالة الإحصائية Prob.	قيمة الاختبار Statistic		
0.0000	-27.1241	0.0000	-13.7836	Levin-Lin-Chu	X1 العائد على الأصول
0.0038	115.4810	0.0176	106.5590	Fisher-Chi Square-ADF	
0.0000	139.3570	0.0002	130.5880	Fisher-Chi Square-PP	
0.0000	-19.7968	0.0000	-11.8602	Levin-Lin-Chu	X2 هامش اجمالي الربح (مجمّل الربح)
0.0000	193.4860	0.0937	94.8979	Fisher-Chi Square-ADF	
0.0000	230.0870	0.0055	113.3900	Fisher-Chi Square-PP	
0.0000	-16.3728	0.0000	-8.3426	Levin-Lin-Chu	X3 نسبة السيولة الحالية
0.0000	181.3140	0.0870	95.4814	Fisher-Chi Square-ADF	
0.0000	215.2300	0.0016	119.9050	Fisher-Chi Square-PP	
0.0000	-66.7361	0.0000	-10.0782	Levin-Lin-Chu	X4 نسبة السيولة السريعة
0.0000	167.4390	0.1122	93.4324	Fisher-Chi Square-ADF	
0.0000	203.2520	0.0449	100.3750	Fisher-Chi Square-PP	
0.6795	0.4662	0.0000	-11.8104	Levin-Lin-Chu	X5 نسبة النقدية
0.0000	148.1300	0.0214	105.3090	Fisher-Chi Square-ADF	
0.0000	181.8010	0.0019	119.1870	Fisher-Chi Square-PP	

جدول رقم 1.4-ب: نتائج اختبارات جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة.

1.0000	16.6612	0.0000	-5.1447	Levin-Lin-Chu	X6 الديون الى الاصول (المديونية)
0.0000	158.5630	0.5045	77.1955	Fisher-Chi Square-ADF	
0.0000	170.2730	0.1285	92.2930	Fisher-Chi Square-PP	
1.0000	7.1468	0.0000	-11.0063	Levin-Lin-Chu	X7 معدل دوران الاصول
0.0386	101.4200	0.5541	75.6548	Fisher-Chi Square-ADF	
0.0015	120.4700	0.1330	91.9951	Fisher-Chi Square-PP	
0.0000	-36.7884	0.0000	-10.4540	Levin-Lin-Chu	X8 معدل دوران المخزون
0.0000	138.0140	0.0278	103.6240	Fisher-Chi Square-ADF	
0.0000	150.9910	0.0005	125.5020	Fisher-Chi Square-PP	
0.0000	-5.1273	0.0000	-14.5383	Levin-Lin-Chu	Y1 معدل النمو المستدام
0.0001	132.0310	0.0056	113.2620	Fisher-Chi Square-ADF	
0.0000	150.7220	0.0002	131.0360	Fisher-Chi Square-PP	
0.0000	-42.9189	0.0000	-10.6136	Levin-Lin-Chu	Y2 القيمة السوقية
0.0001	133.2440	0.3878	80.9314	Fisher-Chi Square-ADF	
0.0000	145.6390	0.0555	98.8738	Fisher-Chi Square-PP	
0.0094	-2.3505	0.1264	-1.1435	Levin-Lin-Chu	*cont2 خبرة لجنة التدقيق
0.1253	9.9853	0.6843	3.9434	Fisher-Chi Square-ADF	
0.2020	5.9614	0.7244	3.6466	Fisher-Chi Square-PP	
0.0000	-241.2250	0.9999	3.61753	Levin-Lin-Chu	m النظام القانوني
0.0000	226.1490	0.3645	81.7208	Fisher-Chi Square-ADF	
0.0000	226.1490	0.0004	126.784	Fisher-Chi Square-PP	

* تم استثناء متغير نوع شركة التدقيق cont1 من فحوصات جذر الوحدة لأنه متغير ثنائي.

ويتضح من نتائج اختبارات جذر الوحدة بأن معظم المتسلسلات مستقرة عند المستوى الأصلي (Level)، كما أنها جميعها مستقرة عند الفرق الأول (First Difference) حيث أن اختبارات جذر الوحدة المستخدمة دالة إحصائياً عند الفرق الأول.

2.1.4 اختبار التداخل الخطي (Multicollinearity)

مشكلة التداخل الخطي تتمثل بوجود ارتباطات بين المتغيرات المستقلة تتسبب في تضخم تباين معاملات الانحدار المقدرة، ويمكن التأكد من وجود أو عدم وجود هذه المشكلة عن طريق حساب معاملات تضخم التباين (VIF)، فإذا كانت جميعها أقل من 10، فإنه يتم التحقق من عدم وجود هذه المشكلة (Gujarati & Porter (2009), P340, Ch10).

جدول رقم 2.4-أ: معاملات تضخم التباين (VIF) لاختبار التداخل الخطي.

المعادلات من 1-2	المتغيرات المستقلة والضابطة
معامل تضخم التباين (VIF)	
1.690	العائد على الأصول
2.07	هامش اجمالي الربح (مجل الربح)
4.95	نسبة السيولة الحالية
7.75	نسبة السيولة السريعة
3.57	نسبة النقدية
2.09	الديون الى الاصول (المديونية)
1.23	معدل دوران الاصول
1.28	معدل دوران المخزون
1.58	متغير ثنائي (1 : لجنة التدقيق من الشركات الأربعة الكبرى، 0 أخرى)

جدول رقم 2.4-ب: معاملات تضخم التباين (VIF) لاختبار التداخل الخطي.

الخبرة المالية للجنة التدقيق	1.09
النظام القانوني	1.33

تشير قيم معاملات تضخم التباين في الجدول أعلاه إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطي لأن جميع معاملات تضخم التباين أقل من 10.

3.1.4 اختبار الارتباط المتسلسل (Serial Correlation)

يقصد بالارتباط المتسلسل (Serial Correlation) أو الارتباط الذاتي (Autocorrelation) وجود ارتباطات معنوية عبر الزمن بين حدود الخطأ (Residuals) الناتجة من تقدير معادلة الانحدار، وهذا معناه أن حد الخطأ لأي مشاهدة يتأثر بحد الخطأ للمشاهدات التي قبلها زمنياً. عادة ما يستخدم اختبار ديربن-واتسون Durbin-Watson لفحص الارتباط المتسلسل، والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار لمعادلات الدراسة:

جدول رقم 3.4: نتائج اختبار ديربن-واتسون لفحص الارتباط المتسلسل (Serial Correlation) لبواقي تقدير الانحدار.

القرار Decision for Null Hypothesis	الفرضية الصفرية Null Hypothesis	الحد السفلي للإختبار dL	الحد العلوي للإختبار dU	قيمة إحصاءة ديرين واتسون ***d-statistic	متسلسلة البواقي
قبول الفرضية ويستنتج عدم وجود ارتباط متسلسل	لا يوجد ارتباط متسلسل موجب No Positive Serial Correlation			2.702	المعادلة الأولى
رفض الفرضية ويستنتج وجود ارتباط متسلسل	رفض الفرضية الصفرية إذا كان: Rejection if $d < dL$ No Rejection if $d > dU$	1.654	1.885	1.007	المعادلة الثانية

* عدد المتغيرات المستقلة والضابطة الداخلة في نموذج الدراسة ($k=11$)، عدد المشاهدات في عينة الدراسة ($n=195$).

** تم حساب القيم في الجدول بالاعتماد على المرجع Gujarati & Porter, 2009, Durbin-Watson tables, P888.

تشير نتائج اختبار الترابط المتسلسل ديربين-واتسون (d) في الجدول أعلاه إلى عدم وجود ارتباط متسلسل بين حدود متسلسلة بواقي معادلة الانحدار الأولى ($d_U=1.885$) ($d=2.702$)، في حين أن النتائج تشير إلى وجود ارتباط متسلسل بين حدود متسلسلة بواقي معادلة الانحدار الثانية ($d_L=1.654$) ($d=1.007$) عند مستوى الدلالة 0.05. وفي حالة وجود مشكلة الترابط المتسلسل، فإنه يمكن حلها بإعادة التقدير لمعادلات الدراسة بطريقة المربعات الصغرى المعممة المقدر (Estimated Generalized Least Squares (EGLS) أو الملائمة (Feasible Generalized Least Squares (FGLS) كما يقترح سياو (Hsiao (2014)، وذلك لأن هذه الطريقة تقوم بتعديل مصفوفة الأخطاء المعيارية للمعاملات المقدر (Gujarati & Porter, 2009, Ch12, P447)، (Greene, 2018, Ch9 & Ch11).

4.1.4 اختبار عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity)

يقصد بتجانس التباين ثبات تباين حدود متسلسلة الأخطاء العشوائية، وللتحقق من ثبات التباين، يستخدم اختبار بروش-باجان/كوك-وايزبيرغ (Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test) بحيث إذا كان الاختبار غير دال إحصائياً فإن تباين حدود الخطأ كلها متجانسة (Cameron & Trivedi, 2009)، والجدول التالي يوضح نتائج اختبار ثبات التباين بناءً على نتائج التقدير باستخدام طريقة المربعات الصغرى لمعادلات الدراسة الأولى والثانية:

جدول رقم 4.4: نتائج اختبار عدم تجانس التباين (بروش-باجان/كوك-وايزبيرغ)

نتيجة الاختبار	الدلالة الإحصائية Prob > chi2	قيمة الاختبار χ^2	متسلسلة البواقي
رفض الفرضية الصفرية: H_0 : Constant variance	<0.001	2092.29	المعادلة الأولى
رفض الفرضية الصفرية: H_0 : Constant variance	<0.001	33.95	المعادلة الثانية

يتضح من نتائج الاختبار أعلاه عدم تجانس التباين لحدود الخطأ في معادلتى الدراسة، حيث يتضح بأن قيم الاختبار دالة إحصائياً عند مستوى الدلالة 0.05، مما يدل على أن مشكلة عدم تجانس التباين لمتسلسلات البواقي موجودة و تحتاج إلى معالجة باستخدام نفس طريقة حل مشكلة الترابط المتسلسل المشروحة سابقاً.

2.4 اختبار أريلاو-بوند للترابط الداخلي (Arellano-Bond test of Endogeneity).

بعد اختيار نوع الأثر لتقدير المعادلات، قام الباحث بتقدير معادلات الانحدار باستخدام نموذج الانحدار التجميعي_Pooled Regression وتفحص الشروط المتعلقة به وإجراء المعالجات اللازمة للمشاكل التي ظهرت في اختبارات التشخيص. كما قام الباحث باختبار الترابط الداخلي (Endogeneity) بين حدود متسلسلة الأخطاء والمتغيرات المستقلة لكل معادلة من معادلات الدراسة باستخدام اختبار أريلاو-بوند (Arellano and Bond, 1991)، حيث أشارت نتائج هذا الاختبار إلى عدم وجود مشكلة الترابط الداخلي بين حدود متسلسلة الأخطاء والمتغيرات المستقلة بعد تقدير معادلتى الدراسة باستخدام نموذج الانحدار التجميعي بطريقة المربعات الصغرى المعممة، حيث بلغ مستوى الدلالة للاختبار 0.1829 و 0.2199 للرتبة الأولى والثانية من المعادلة الأولى، و 0.1817 و 0.1845 للرتبة الأولى والثانية من المعادلة الثانية، وهي جميعها أكبر من مستوى الدلالة 0.05، وبالتالي تشير إلى قبول عدم وجود الترابط الداخلي. وبذلك يكون الباحث قد تأكد من جميع الشروط اللازمة لاستخدام نموذج الانحدار التجميعي_Pooled Regression بدلاً من أنواع النماذج الأخرى (التأثيرات الثابتة والعشوائية) التي تم اختيارها سابقاً من خلال اختبارات نوع الأثر (Park, 2011, p7). وعليه فقد تم اعتماد نتائج تقدير المعادلات باستخدام نموذج الانحدار التجميعي من أجل اختبار فرضيات الدراسة.

3.4 مصفوفة معاملات الارتباط:

قام الباحث باستخراج نتائج معاملات الارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة للتعرف على الارتباط الممكنة بينها، و يبين الجدول التالي نتائج مصفوفة معاملات الارتباط (Correlation) بيرسون بين متغيرات الدراسة:

جدول رقم 5.4-أ: معاملات الارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة

معامل الارتباط مستوى الدلالة			
Probability		Correlation	
0.0000	0.5746	X1	X2
0.0002	0.2603	X1	X3
0.0001	0.2688	X2	X3
0.0001	0.2731	X1	X4
0.0000	0.3371	X2	X4
0.0000	0.8576	X3	X4
0.0020	0.2202	X1	X5
0.0008	0.2391	X2	X5
0.0000	0.6220	X3	X5
0.0000	0.7948	X4	X5
0.0000	-0.3081	X1	X6
0.0000	-0.4456	X2	X6
0.0000	-0.6451	X3	X6
0.0000	-0.6366	X4	X6
0.0000	-0.4729	X5	X6
0.0046	0.2021	X1	X7
0.9147	-0.0077	X2	X7
0.3034	-0.0741	X3	X7

جدول رقم 5.4-ب: معاملات الارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة

0.1298	-0.1089	X4	X7
0.8112	-0.0172	X5	X7
0.6286	-0.0349	X6	X7
0.7720	0.0209	X1	X8
0.1346	-0.1075	X2	X8
0.0000	-0.2936	X3	X8
0.0039	-0.2058	X4	X8
0.0797	-0.1258	X5	X8
0.0291	0.1563	X6	X8
0.0001	0.2790	X7	X8
0.0203	-0.1661	X1	X9
0.0021	-0.2192	X2	X9
0.6635	0.0314	X3	X9
0.6468	-0.0330	X4	X9
0.0455	0.1434	X5	X9
0.3883	0.0621	X6	X9
0.3696	0.0646	X7	X9
0.1997	0.0922	X8	X9
0.0004	0.2512	X1	CONT1
0.0000	0.4125	X2	CONT1
0.4318	-0.0566	X3	CONT1

جدول رقم 5.4-ج: معاملات الارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة

0.2270	0.0869	X4	CONT1
0.0119	0.1798	X5	CONT1
0.6141	-0.0363	X6	CONT1
0.0443	-0.1442	X7	CONT1
0.0630	-0.1334	X8	CONT1
0.0000	-0.3065	X9	CONT1
0.9153	0.0077	X1	CONT2
0.2854	-0.0769	X2	CONT2
0.5917	0.0386	X3	CONT2
0.4479	0.0547	X4	CONT2
0.0718	0.1292	X5	CONT2
0.6823	-0.0295	X6	CONT2
0.5021	-0.0483	X7	CONT2
0.0362	-0.1501	X8	CONT2
0.2285	-0.0866	X9	CONT2
0.9006	0.0090	CONT1	CONT2
0.0952	0.1198	X1	Y1
0.0000	0.3029	X2	Y1
0.3226	0.0712	X3	Y1
0.3585	0.0661	X4	Y1
0.5590	0.0421	X5	Y1

جدول رقم 5.4-د: معاملات الارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة

0.0009	-0.2350	X6	Y1
0.1108	0.1146	X7	Y1
0.4582	0.0534	X8	Y1
0.5298	-0.0453	X9	Y1
0.3662	0.0651	CONT1	Y1
0.9173	0.0075	CONT2	Y1
0.0000	0.3992	X1	Y2
0.0000	0.5291	X2	Y2
0.0001	0.2808	X3	Y2
0.0049	0.2009	X4	Y2
0.0060	0.1960	X5	Y2
0.0000	-0.2928	X6	Y2
0.6549	0.0322	X7	Y2
0.0058	-0.1968	X8	Y2
0.0283	-0.1570	X9	Y2
0.0000	0.3005	CONT1	Y2
0.7962	-0.0186	CONT2	Y2
0.2116	0.0899	Y1	Y2

توضح نتائج مصفوفة معاملات الارتباط بيرسون بأنه يوجد ارتباط دال إحصائي وإيجابي بين معدل النمو المستدام (Y1) و هامش اجمالي الربح (X2) بمقدار 0.303 تقريبا، وارتباط دال إحصائي وعكسي مع الديون الى الاصول (X6) بمقدار -0.235 تقريبا. كما يتضح وجود ارتباطات دالة

إحصائيا وطرديا بين القيمة السوقية وكل من العائد على الأصول (X1)، هامش اجمالي الربح (X2)، نسبة السيولة الحالية (X3)، نسبة السيولة السريعة (X4)، نسبة النقدية (X5)، ونوع شركة التدقيق (CONT1) بمعاملات ارتباط تتراوح بين (0.196 - 0.529)، كما يتضح وجود ارتباطات دالة إحصائيا وعكسية بين القيمة السوقية وكل من الديون الى الاصول (X6)، معدل دوران المخزون (X8)، النظام القانوني (X9) بمعاملات ارتباط تتراوح بين (-0.157 و -0.293).

كما تبين مصفوفة معاملات الارتباط وجود ارتباطات دالة إحصائيا وموجبة بين المتغيرات (العائد على الأصول (X1)، هامش اجمالي الربح (X2)، نسبة السيولة الحالية (X3)، نسبة السيولة السريعة (X4)، نسبة النقدية (X5)) مع بعضها البعض، كما تبين وجود ارتباطات دالة إحصائيا وسالبة بين الديون الى الاصول (X6) وكل من المتغيرات (العائد على الأصول (X1)، هامش اجمالي الربح (X2)، نسبة السيولة الحالية (X3)، نسبة السيولة السريعة (X4)، نسبة النقدية (X5)) مع بعضها البعض. وكانت أعلى الارتباطات بين (العائد على الأصول (X1) و هامش اجمالي الربح (X2) بمعامل ارتباط 0.575 و بين (نسبة السيولة الحالية (X3) و نسبة السيولة السريعة (X4) بمعامل ارتباط 0.858)، و بين (نسبة النقدية (X5) مع نسبة السيولة الحالية (X3) و نسبة السيولة السريعة (X4) بمعاملات ارتباط 0.633 و 0.795)، و بين (الديون الى الاصول (X6) مع نسبة السيولة الحالية (X3) و نسبة السيولة السريعة (X4) بمعاملات ارتباط -0.645 و -0.637).

وكذلك يوجد ارتباطات موجبة و دالة إحصائيا تقل قيمها عن 0.3 بين معدل دوران الاصول (X7) و كل من العائد على الأصول (X1) و معدل دوران المخزون (X8)، وكذلك بين النظام القانوني (X9) و نسبة النقدية (X5)، في حين اتضح وجود ارتباطات دالة إحصائيا وسلبية تقل قيمها بدون الإشارة عن 0.3 بين معدل دوران المخزون (X8) وكل من (نسبة السيولة الحالية (X3)، نسبة السيولة السريعة (X4)، الديون الى الاصول (X6))، وكذلك بين النظام القانوني (X9) و هامش اجمالي الربح (X2).

وأخيرا، توضح نتائج معاملات الارتباط بيرسون وجود ارتباطات دالة إحصائيا بين نوع شركة التدقيق و معظم المتغيرات المستقلة لكن لا يوجد ارتباطات دالة إحصائيا بين الخبرة المالية للجنة التدقيق وجميع المتغيرات تقريبا.

4.4 تقدير معادلات نماذج الدراسة واختبار الفرضيات:

في هذا البند سوف يتم عرض نتائج تقدير معادلات الانحدار لنماذج الدراسة المقترحة، وذلك من أجل اختبار فرضيات الدراسة. وسوف يتم أولا عرض نتائج تقدير معادلة الدراسة الأولى لفحص أثر النظام القانوني و مؤشرات الصحة المالية على الاستدامة المالية للشركات، واختبار الفرضيات المتعلقة بها،

ثم يتم بعدها عرض نتائج تقدير معادلة الدراسة الثانية لفحص أثر النظام القانوني و مؤشرات الصحة المالية على قيمة الشركات، واختبار الفرضيات المتعلقة بها، وذلك على النحو التالي:

1.4.4 أولاً: نتائج تقدير معادلة الاستدامة المالية للشركات واختبار الفرضيات المتعلقة بها.

الجدول التالي يوضح نتائج تقدير نموذج الانحدار لمعادلة الاستدامة المالية للشركات باستخدام نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression) بطريقة المربعات الصغرى المعممة (EGLS):

جدول 6.4-أ: نتائج تقدير معادلة الاستدامة المالية للشركات.

المتغيرات المستقلة والضابط	معاملات الانحدار	الخطأ المعياري	قيمة اختبار ت	مستوى الدلالة
Independent and Control Variables	Coefficients β	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C ثابت الانحدار	-0.1402	0.0304	-4.6098	0.0000
X1 العائد على الأصول	1.3846	0.0924	14.9892	0.0000
X2 هامش اجمالي الربح	-0.0909	0.0645	-1.4087	0.1606
X3 نسبة السيولة الحالية	-0.0051	0.0032	-1.6147	0.1081
X4 نسبة السيولة السريعة	0.0150	0.0046	3.2866	0.0012
X5 نسبة النقدية	-0.0236	0.0044	-5.3839	0.0000
X6 الديون الى الاصول	0.0837	0.0423	1.9771	0.0495
X7 معدل دوران الاصول	-0.0279	0.0132	-2.1120	0.0360
X8 معدل دوران المخزون	0.0001	0.0009	0.1285	0.8979
X9 النظام القانوني	0.0022	0.0006	3.8010	0.0002

جدول 6.4-ب: نتائج تقدير معادلة الاستدامة المالية للشركات.

المتغيرات المستقلة والضابط	معاملات الانحدار	الخطأ المعياري	قيمة اختبار ت	مستوى الدلالة
Independent and Control Variables	Coefficients β	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CONT1 نوع شركة التدقيق	0.0239	0.0119	2.0063	0.0463
CONT2 الخبرة المالية للجنة التدقيق	0.0193	0.0152	1.2699	0.2057
معامل التحديد (R^2)		0.3941		
اختبار نموذج الدراسة F-statistic		10.8184		
مستوى الدلالة الإحصائية Prob.		0.0000		

* المتغير التابع : معدل النمو المستدام SGR.

تشير نتائج تقدير معادلة الانحدار في الجدول أعلاه رقم (6) إلى ملائمة نموذج الانحدار التجميعي المقدر في تفسير العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابع، حيث كانت نتائج اختبار نموذج الدراسة ($F\text{-statistic}=10.8184$, Prob.=0.0000) دالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05. كما تشير قيمة معامل التحديد ($R^2=0.3941$) إلى أن المتغيرات المستقلة و الضابطة مسؤولة عن تفسير ما يقارب (39.4%) من التغير في معدل النمو المستدام SGR، بحيث يرجع باقي التفسير إلى متغيرات أخرى لم يتم دراستها في هذا البحث.

ومن نتائج تقدير الانحدار في الجدول، سوف يتم اختبار الفرضية الرئيسية الأولى والفرضية الرئيسية الثالثة وما يتفرع عنها، وهي جميعها فرضيات صفرية، وذلك على النحو التالي:

الفرضية الرئيسية الأولى:

H1: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للنظام القانوني على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

أظهرت النتائج في الجدول رقم (6) أعلاه وجود أثر إيجابي و دال إحصائية للنظام القانوني على معدل النمو المستدام SGR، حيث بلغت قيمة مستوى الدلالة الإحصائية (Prob. =0.0002)، وهي أقل من مستوى 0.05، وبالتالي يتم رفض الفرضية الصفرية السابقة H1. وبلغت قيمة معامل

الانحدار للنظام القانوني ($\beta=0.0022$)، حيث تفسر بأن زيادة النظام القانوني بنسبة 1% عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى زيادة القيمة المتوقعة لمعدل النمو المستدام بنسبة أقل من 1% (تقريباً 0.22%) عند ثبات باقي المتغيرات.

الفرضية الرئيسية الثالثة:

H3: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الصحة المالية على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

ويتفرع منها الفرضيات التالية:

H3.1: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر الربحية المتمثل في العائد على الأصول على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

أظهرت النتائج في الجدول رقم (6) أعلاه وجود أثر إيجابي و دال إحصائياً للعائد على الأصول على معدل النمو المستدام SGR، حيث بلغت قيمة مستوى الدلالة الإحصائية (Prob. = 0.0000)، وهي أقل من مستوى 0.05، وبالتالي يتم رفض الفرضية الصفرية السابقة H3.1. وبلغت قيمة معامل الانحدار للعائد على الأصول ($\beta=1.3846$)، حيث تفسر بأن زيادة العائد على الأصول بمقدار 1% عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى زيادة القيمة المتوقعة لمعدل النمو المستدام بنسبة 139% تقريباً عند ثبات باقي المتغيرات.

H3.2: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر الربحية المتمثل في هامش إجمالي الربح على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

أظهرت النتائج في الجدول رقم (6) أعلاه عدم وجود أثر دال إحصائياً لهامش إجمالي الربح على معدل النمو المستدام SGR، حيث بلغت قيمة مستوى الدلالة الإحصائية (Prob. = 0.1606)، وهي أعلى من مستوى 0.05، وبالتالي يتم قبول الفرضية الصفرية السابقة H3.2.

H3.3: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر السيولة المتمثل في نسبة السيولة الحالية على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

أظهرت النتائج في الجدول رقم (6) أعلاه عدم وجود أثر دال إحصائياً لنسبة السيولة الحالية على معدل النمو المستدام SGR، حيث بلغت قيمة مستوى الدلالة الإحصائية (Prob. = 0.1081)، وهي أعلى من مستوى 0.05، وبالتالي يتم قبول الفرضية الصفرية السابقة H3.3.

H3.4: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر السيولة المتمثل في نسبة السيولة السريعة على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

أظهرت النتائج في الجدول رقم (6) أعلاه وجود أثر إيجابي و دال إحصائيا لنسبة السيولة السريعة على معدل النمو المستدام SGR، حيث بلغت قيمة مستوى الدلالة الإحصائية (Prob. =0.0012)، وهي أقل من مستوى 0.05، وبالتالي يتم رفض الفرضية الصفرية السابقة H3.4. وبلغت قيمة معامل الانحدار لنسبة السيولة السريعة ($\beta=0.0012$)، حيث تفسر بأن زيادة نسبة السيولة السريعة بمقدار 1% عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى زيادة القيمة المتوقعة لمعدل النمو المستدام بنسبة أقل من 1% (تقريبا 0.12%) عند ثبات باقي المتغيرات.

H3.5: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر السيولة المتمثل في نسبة النقدية على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

أظهرت النتائج في الجدول رقم (6) أعلاه وجود أثر سلبي و دال إحصائيا لنسبة النقدية على معدل النمو المستدام SGR، حيث بلغت قيمة مستوى الدلالة الإحصائية (Prob. =0.0000)، وهي أقل من مستوى 0.05، وبالتالي يتم رفض الفرضية الصفرية السابقة H3.5. وبلغت قيمة معامل الانحدار لنسبة النقدية ($\beta= -0.0236$)، حيث تفسر بأن زيادة نسبة النقدية بمقدار 1% عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى انخفاض القيمة المتوقعة لمعدل النمو المستدام بنسبة 2.4% تقريبا عند ثبات باقي المتغيرات.

H3.6: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر الرافعة المالية المتمثل في نسبة الديون الى الأصول على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

أظهرت النتائج في الجدول رقم (6) أعلاه وجود أثر إيجابي و دال إحصائيا للديون الى الأصول على معدل النمو المستدام SGR، حيث بلغت قيمة مستوى الدلالة الإحصائية (Prob. =0.0495)، وهي أقل من مستوى 0.05، وبالتالي يتم رفض الفرضية الصفرية السابقة H3.6. وبلغت قيمة معامل الانحدار للديون الى الأصول ($\beta=0.0837$)، حيث تفسر بأن زيادة الديون الى الأصول بمقدار 1% عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى زيادة القيمة المتوقعة لمعدل النمو المستدام بنسبة 8.4% تقريبا عند ثبات باقي المتغيرات.

H3.7: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر الكفاءة التشغيلية المتمثل في معدل دوران الأصول على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

أظهرت النتائج في الجدول رقم (6) أعلاه وجود أثر سلبي و دال إحصائيا لمعدل دوران الأصول على معدل النمو المستدام SGR، حيث بلغت قيمة مستوى الدلالة الإحصائية (Prob. = 0.0360)، وهي أقل من مستوى 0.05، وبالتالي يتم رفض الفرضية الصفرية السابقة H3.7. وبلغت قيمة معامل الانحدار لمعدل دوران الأصول ($\beta = -0.0279$)، حيث تفسر بأن زيادة معدل دوران الأصول بمقدار وحدة واحدة عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى انخفاض القيمة المتوقعة لمعدل النمو المستدام بنسبة 3% تقريبا عند ثبات باقي المتغيرات.

H3.8: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر الكفاءة التشغيلية المتمثل في معدل دوران المخزون على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$).

أظهرت النتائج في الجدول رقم (6) أعلاه عدم وجود أثر دال إحصائيا لمعدل دوران المخزون على معدل النمو المستدام SGR، حيث بلغت قيمة مستوى الدلالة الإحصائية (Prob. = 0.8979)، وهي أعلى من مستوى 0.05، وبالتالي يتم قبول الفرضية الصفرية السابقة H3.8.

كما تشير نتائج الانحدار في الجدول رقم (6) إلى وجود أثر دال إحصائيا لنوع شركة التدقيق على معدل النمو المستدام SGR، حيث بلغت قيمة مستوى الدلالة الإحصائية (Prob. = 0.0463)، وهي أقل من مستوى 0.05، وبلغت قيمة معامل الانحدار لنوع شركة التدقيق ($\beta = 0.0239$)، حيث تفسر بأن القيمة المتوقعة لمعدل النمو المستدام عندما تكون شركة التدقيق بيج فور تزيد بنسبة 2.4% تقريبا عن القيمة المتوقعة لمعدل النمو المستدام عندما تكون شركة التدقيق شركة عادية عند ثبات باقي المتغيرات، كما لم يتضح وجود أثر دال إحصائيا للمتغير الضابط (الخبرة المالية للجنة التدقيق) على معدل النمو المستدام.

2.4.4 ثانيا: نتائج تقدير معادلة قيمة الشركات واختبار الفرضيات المتعلقة بها.

الجدول التالي يوضح نتائج تقدير نموذج الانحدار لمعادلة قيمة الشركات باستخدام نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression) بطريقة المربعات الصغرى المعممة (EGLS):

جدول رقم 7.4: نتائج تقدير معادلة قيمة الشركات.

المتغيرات المستقلة والضابط	معاملات الانحدار	الخطأ المعياري	قيمة اختبار ت	مستوى الدلالة
Independent and Control Variables	Coefficients β	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.6687	0.0704	9.4951	0.0000
X1	0.8592	0.3435	2.5012	0.0133
X2	0.7882	0.1054	7.4777	0.0000
X3	0.1132	0.0120	9.4591	0.0000
X4	-0.1290	0.0235	-5.4907	0.0000
X5	0.0651	0.0155	4.2112	0.0000
X6	0.0381	0.1549	0.2461	0.8058
X7	0.0431	0.0163	2.6456	0.0089
X8	-0.0065	0.0017	-3.7599	0.0002
X9	-0.0070	0.0004	-18.8684	0.0000
CONT1	0.1239	0.0234	5.3026	0.0000
CONT2	-0.0049	0.0308	-0.1586	0.8742
معامل التحديد (R^2)		0.7596		
اختبار نموذج الدراسة F-statistic		52.57718		
مستوى الدلالة الإحصائية Prob.		0.0000		

* المتغير التابع : القيمة السوقية Tobins Q.

تشير نتائج تقدير معادلة الانحدار في الجدول أعلاه رقم (7) إلى ملائمة نموذج الانحدار التجميعي المقدر في تفسير العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابع، حيث كانت نتائج اختبار نموذج الدراسة ($F\text{-statistic}=52.57718$, Prob.=0.0000) دالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05. كما تشير

قيمة معامل التحديد ($R^2=0.7596$) إلى أن المتغيرات المستقلة و الضابطة مسؤولة عن تفسير ما يقارب (76%) من التغير في القيمة السوقية Tobins Q، بحيث يرجع باقي التفسير إلى متغيرات أخرى لم يتم دراستها في هذا البحث.

ومن نتائج تقدير الانحدار في الجدول، سوف يتم اختبار الفرضية الرئيسية الثانية والفرضية الرئيسية الرابعة وما يتفرع عنها، وهي جميعها فرضيات صفرية، وذلك على النحو التالي:

الفرضية الرئيسية الثانية:

H2: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للنظام القانوني على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

أظهرت النتائج في الجدول رقم (7) أعلاه وجود أثر سلبي و دال إحصائياً للنظام القانوني على القيمة السوقية Tobins Q، حيث بلغت قيمة مستوى الدلالة الإحصائية ($\text{Prob.} = 0.0000$)، وهي أقل من مستوى 0.05، وبالتالي يتم رفض الفرضية الصفرية السابقة H2. وبلغت قيمة معامل الانحدار للنظام القانوني ($\beta = -0.0070$)، حيث تفسر بأن زيادة النظام القانوني بنسبة 1% عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى انخفاض القيمة المتوقعة للقيمة السوقية بمقدار 0.01 تقريباً عند ثبات باقي المتغيرات.

الفرضية الرئيسية الرابعة:

H4: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الصحة المالية على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

ويتفرع منها الفرضيات التالية:

H4.1: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر الربحية المتمثل في العائد على الأصول على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

أظهرت النتائج في الجدول رقم (7) أعلاه وجود أثر إيجابي و دال إحصائياً للعائد على الأصول على القيمة السوقية Tobins Q، حيث بلغت قيمة مستوى الدلالة الإحصائية ($\text{Prob.} = 0.0133$)، وهي أقل من مستوى 0.05، وبالتالي يتم رفض الفرضية الصفرية السابقة H4.1. وبلغت قيمة معامل الانحدار للعائد على الأصول ($\beta=0.8592$)، حيث تفسر بأن زيادة العائد على الأصول بمقدار 1% عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى زيادة القيمة المتوقعة للقيمة السوقية بمقدار 0.86 تقريباً عند ثبات باقي المتغيرات.

H4.2: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر الربحية المتمثل في هامش إجمالي الربح على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

أظهرت النتائج في الجدول رقم (7) أعلاه وجود أثر إيجابي و دال إحصائيا لهامش اجمالي الربح على القيمة السوقية Tobins Q، حيث بلغت قيمة مستوى الدلالة الإحصائية (Prob. = 0.0000)، وهي أقل من مستوى 0.05، وبالتالي يتم رفض الفرضية الصفرية السابقة H4.2. وبلغت قيمة معامل الانحدار لهامش اجمالي الربح ($\beta=0.7882$)، حيث تفسر بأن زيادة هامش اجمالي الربح بمقدار 1% عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى زيادة القيمة المتوقعة للقيمة السوقية بمقدار 0.79 تقريبا عند ثبات باقي المتغيرات.

H4.3: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر السيولة المتمثل في نسبة السيولة الحالية على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

أظهرت النتائج في الجدول رقم (7) أعلاه وجود أثر إيجابي و دال إحصائيا لنسبة السيولة الحالية على القيمة السوقية Tobins Q، حيث بلغت قيمة مستوى الدلالة الإحصائية (Prob. = 0.0000)، وهي أقل من مستوى 0.05، وبالتالي يتم رفض الفرضية الصفرية السابقة H4.3. وبلغت قيمة معامل الانحدار لنسبة السيولة الحالية ($\beta=0.1132$)، حيث تفسر بأن زيادة نسبة السيولة الحالية بمقدار 1% عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى زيادة القيمة المتوقعة للقيمة السوقية بمقدار 0.11 تقريبا عند ثبات باقي المتغيرات.

H4.4: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر السيولة المتمثل في نسبة السيولة السريعة على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

أظهرت النتائج في الجدول رقم (7) أعلاه وجود أثر سلبي و دال إحصائيا لنسبة السيولة السريعة على القيمة السوقية Tobins Q، حيث بلغت قيمة مستوى الدلالة الإحصائية (Prob. = 0.0000)، وهي أقل من مستوى 0.05، وبالتالي يتم رفض الفرضية الصفرية السابقة H4.4. وبلغت قيمة معامل الانحدار لنسبة السيولة السريعة ($\beta=-0.1290$)، حيث تفسر بأن زيادة نسبة السيولة السريعة بمقدار 1% عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى انخفاض القيمة المتوقعة للقيمة السوقية بمقدار 0.13 تقريبا عند ثبات باقي المتغيرات.

H4.5: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر السيولة المتمثل في نسبة النقدية على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

أظهرت النتائج في الجدول رقم (7) أعلاه وجود أثر إيجابي و دال إحصائيا لنسبة النقدية على القيمة السوقية Tobins Q، حيث بلغت قيمة مستوى الدلالة الإحصائية (Prob. =0.0000)، وهي أقل من مستوى 0.05، وبالتالي يتم رفض الفرضية الصفرية السابقة H4.5. وبلغت قيمة معامل الانحدار لنسبة النقدية ($\beta = 0.0651$)، حيث تفسر بأن زيادة نسبة النقدية بمقدار 1% عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى زيادة القيمة المتوقعة للقيمة السوقية بمقدار 0.07 تقريبا عند ثبات باقي المتغيرات. H4.6: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر الرافعة المالية المتمثل في نسبة الديون الى الأصول على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

أظهرت النتائج في الجدول رقم (7) أعلاه عدم وجود أثر دال إحصائيا للديون الى الأصول على القيمة السوقية Tobins Q، حيث بلغت قيمة مستوى الدلالة الإحصائية (Prob. =0.8058)، وهي أعلى من مستوى 0.05، وبالتالي يتم قبول الفرضية الصفرية السابقة H4.6.

H4.7: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر الكفاءة التشغيلية المتمثل في معدل دوران الأصول على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

أظهرت النتائج في الجدول رقم (7) أعلاه وجود أثر إيجابي و دال إحصائيا لمعدل دوران الأصول على القيمة السوقية Tobins Q، حيث بلغت قيمة مستوى الدلالة الإحصائية (Prob. =0.0089)، وهي أقل من مستوى 0.05، وبالتالي يتم رفض الفرضية الصفرية السابقة H4.7. وبلغت قيمة معامل الانحدار لمعدل دوران الأصول ($\beta = 0.0431$)، حيث تفسر بأن زيادة معدل دوران الأصول بمقدار وحدة واحدة عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى زيادة القيمة المتوقعة للقيمة السوقية بمقدار 0.04 تقريبا عند ثبات باقي المتغيرات.

H4.8: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر الكفاءة التشغيلية المتمثل في معدل دوران المخزون على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

أظهرت النتائج في الجدول رقم (7) أعلاه وجود أثر سلبي و دال إحصائيا لمعدل دوران المخزون على القيمة السوقية Tobins Q، حيث بلغت قيمة مستوى الدلالة الإحصائية (Prob. =0.0002)، وهي أقل من مستوى 0.05، وبالتالي يتم رفض الفرضية الصفرية السابقة H4.8. وبلغت قيمة معامل الانحدار لمعدل دوران المخزون ($\beta = -0.0065$)، حيث تفسر بأن زيادة معدل دوران المخزون بمقدار وحدة واحدة عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى انخفاض القيمة المتوقعة للقيمة السوقية بمقدار 0.01 تقريبا عند ثبات باقي المتغيرات.

كما تشير نتائج الانحدار في الجدول رقم (6) إلى وجود أثر دال إحصائيا لنوع شركة التدقيق على القيمة السوقية Tobins Q، حيث بلغت قيمة مستوى الدلالة الإحصائية (Prob. = 0.0000)، وهي أقل من مستوى 0.05، وبلغت قيمة معامل الانحدار لنوع شركة التدقيق ($\beta = 0.1239$)، حيث تفسر بأن القيمة المتوقعة للقيمة السوقية عندما تكون شركة التدقيق بيج فور تزيد بمقدار 0.124 تقريبا عن القيمة المتوقعة للقيمة السوقية عندما تكون شركة التدقيق شركة عادية عند ثبات باقي المتغيرات، كما لم يتضح وجود أثر دال إحصائيا للمتغير الضابط (الخبرة المالية للجنة التدقيق) على القيمة السوقية.

5.4 ملخص النتائج:

فيما يلي سوف يتم عرض ملخص لنتائج فحص فرضيات الدراسة والتي تمت بناء على نتائج تحليل الانحدار:

أولاً: نتائج فحص الفرضيات المتعلقة بالاستدامة المالية للشركات.

الفرضية الرئيسية الأولى:

H1: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للنظام القانوني على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

تبين وجود أثر إيجابي و دال إحصائيا للنظام القانوني على معدل النمو المستدام SGR، وبالتالي تم رفض الفرضية الصفرية H1. حيث اتضح بأن زيادة النظام القانوني بنسبة 1% عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى زيادة القيمة المتوقعة لمعدل النمو المستدام بنسبة أقل من 1% (تقريبا 0.22%) عند ثبات باقي المتغيرات.

الفرضية الرئيسية الثالثة:

H3: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الصحة المالية على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

ويتفرع منها الفرضيات التالية:

H3.1: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر الربحية المتمثل في العائد على الأصول على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

تبين وجود أثر إيجابي و دال إحصائيا للعائد على الأصول على معدل النمو المستدام SGR، وبالتالي تم رفض الفرضية الصفرية H3.1. حيث اتضح بأن زيادة العائد على الأصول بمقدار 1% عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى زيادة القيمة المتوقعة لمعدل النمو المستدام بنسبة 139% تقريبا عند ثبات باقي المتغيرات.

H3.2: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر الربحية المتمثل في هامش إجمالي الربح على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

تبين عدم وجود أثر دال إحصائيا لهامش إجمالي الربح على معدل النمو المستدام SGR، وبالتالي تم قبول الفرضية الصفرية H3.2.

H3.3: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر السيولة المتمثل في نسبة السيولة الحالية على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

تبين عدم وجود أثر دال إحصائيا لنسبة السيولة الحالية على معدل النمو المستدام SGR، وبالتالي تم قبول الفرضية الصفرية H3.3.

H3.4: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر السيولة المتمثل في نسبة السيولة السريعة على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

تبين وجود أثر إيجابي و دال إحصائيا لنسبة السيولة السريعة على معدل النمو المستدام SGR، وبالتالي تم رفض الفرضية الصفرية H3.4. حيث اتضح بأن زيادة نسبة السيولة السريعة بمقدار 1% عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى زيادة القيمة المتوقعة لمعدل النمو المستدام بنسبة أقل من 1% (تقريبا 0.12%) عند ثبات باقي المتغيرات.

H3.5: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر السيولة المتمثل في نسبة النقدية على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

تبين وجود أثر سلبي و دال إحصائيا لنسبة النقدية على معدل النمو المستدام SGR، وبالتالي تم رفض الفرضية الصفرية H3.5. حيث اتضح بأن زيادة نسبة النقدية بمقدار 1% عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى انخفاض القيمة المتوقعة لمعدل النمو المستدام بنسبة 2.4% تقريبا عند ثبات باقي المتغيرات.

H3.6: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر الرافعة المالية المتمثل في نسبة الديون الى الأصول على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

تبين وجود أثر إيجابي و دال إحصائيا للديون الى الاصول على معدل النمو المستدام SGR، وبالتالي تم رفض الفرضية الصفرية H3.6. حيث اتضح بأن زيادة الديون الى الاصول بمقدار 1% عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى زيادة القيمة المتوقعة لمعدل النمو المستدام بنسبة 8.4% تقريبا عند ثبات باقي المتغيرات.

H3.7: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر الكفاءة التشغيلية المتمثل في معدل دوران الأصول على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

تبين وجود أثر سلبي و دال إحصائيا لمعدل دوران الاصول على معدل النمو المستدام SGR، وبالتالي تم رفض الفرضية الصفرية H3.7. حيث اتضح بأن زيادة معدل دوران الاصول بمقدار وحدة واحدة عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى انخفاض القيمة المتوقعة لمعدل النمو المستدام بنسبة 3% تقريبا عند ثبات باقي المتغيرات.

H3.8: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر الكفاءة التشغيلية المتمثل في معدل دوران المخزون على الاستدامة المالية للشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

تبين عدم وجود أثر دال إحصائيا لمعدل دوران المخزون على معدل النمو المستدام SGR، وبالتالي تم قبول الفرضية الصفرية H3.8.

كما تبين وجود أثر دال إحصائيا لنوع شركة التدقيق على معدل النمو المستدام SGR، حيث اتضح بأن القيمة المتوقعة لمعدل النمو المستدام عندما تكون شركة التدقيق بيج فور تزايد بنسبة 2.4% تقريبا عن القيمة المتوقعة لمعدل النمو المستدام عندما تكون شركة التدقيق شركة عادية عند ثبات باقي المتغيرات، كما لم يتضح وجود أثر دال إحصائيا للمتغير الضابط (الخبرة المالية للجنة التدقيق) على معدل النمو المستدام.

ثانيا: نتائج فحص الفرضيات المتعلقة بقيمة الشركات.

الفرضية الرئيسية الثانية:

H2: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للنظام القانوني على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

تبين وجود أثر سلبي و دال إحصائيا للنظام القانوني على القيمة السوقية Tobins Q، وبالتالي تم رفض الفرضية الصفرية H2. حيث اتضح بأن زيادة النظام القانوني بنسبة 1% عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى انخفاض القيمة المتوقعة للقيمة السوقية بمقدار 0.01 تقريبا عند ثبات باقي المتغيرات.

الفرضية الرئيسية الرابعة:

H4: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الصحة المالية على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

وينفرد منها الفرضيات التالية:

H4.1: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر الربحية المتمثل في العائد على الأصول على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

تبين وجود أثر إيجابي و دال إحصائيا للعائد على الأصول على القيمة السوقية Tobins Q، وبالتالي تم رفض الفرضية الصفرية H4.1. حيث اتضح بأن زيادة العائد على الأصول بمقدار 1% عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى زيادة القيمة المتوقعة للقيمة السوقية بمقدار 0.86 تقريبا عند ثبات باقي المتغيرات.

H4.2: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر الربحية المتمثل في هامش إجمالي الربح على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

تبين وجود أثر إيجابي و دال إحصائيا لهامش إجمالي الربح على القيمة السوقية Tobins Q، وبالتالي تم رفض الفرضية الصفرية H4.2. حيث اتضح بأن زيادة هامش إجمالي الربح بمقدار 1% عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى زيادة القيمة المتوقعة للقيمة السوقية بمقدار 0.79 تقريبا عند ثبات باقي المتغيرات.

H4.3: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر السيولة المتمثل في نسبة السيولة الحالية على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

تبين وجود أثر إيجابي و دال إحصائيا لنسبة السيولة الحالية على القيمة السوقية Tobins Q، وبالتالي تم رفض الفرضية الصفرية H4.3. حيث اتضح بأن زيادة نسبة السيولة الحالية بمقدار 1% عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى زيادة القيمة المتوقعة للقيمة السوقية بمقدار 0.11 تقريبا عند ثبات باقي المتغيرات.

H4.4: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر السيولة المتمثل في نسبة السيولة السريعة على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

تبين وجود أثر سلبي و دال إحصائيا لنسبة السيولة السريعة على القيمة السوقية Tobins Q، وبالتالي تم رفض الفرضية الصفرية H4.4. حيث اتضح بأن زيادة نسبة السيولة السريعة بمقدار 1% عبر

الزمن وبين الشركات يؤدي إلى انخفاض القيمة المتوقعة للقيمة السوقية بمقدار 0.13 تقريبا عند ثبات باقي المتغيرات.

H4.5: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر السيولة المتمثل في نسبة النقدية على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

تبين وجود أثر إيجابي و دال إحصائيا لنسبة النقدية على القيمة السوقية Tobins Q، وبالتالي تم رفض الفرضية الصفرية H4.5. حيث اتضح بأن زيادة نسبة النقدية بمقدار 1% عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى زيادة القيمة المتوقعة للقيمة السوقية بمقدار 0.07 تقريبا عند ثبات باقي المتغيرات.

H4.6: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر الرافعة المالية المتمثل في نسبة الديون الى الأصول على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

تبين عدم وجود أثر دال إحصائيا للديون الى الأصول على القيمة السوقية Tobins Q، وبالتالي تم قبول الفرضية الصفرية السابقة H4.6.

H4.7: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر الكفاءة التشغيلية المتمثل في معدل دوران الأصول على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

تبين وجود أثر إيجابي و دال إحصائيا لمعدل دوران الأصول على القيمة السوقية Tobins Q، وبالتالي تم رفض الفرضية الصفرية H4.7. حيث اتضح بأن زيادة معدل دوران الأصول بمقدار وحدة واحدة عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى زيادة القيمة المتوقعة للقيمة السوقية بمقدار 0.04 تقريبا عند ثبات باقي المتغيرات.

H4.8: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر الكفاءة التشغيلية المتمثل في معدل دوران المخزون على قيمة الشركات في بورصة فلسطين وبورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$).

تبين وجود أثر سلبي و دال إحصائيا لمعدل دوران المخزون على القيمة السوقية Tobins Q، وبالتالي تم رفض الفرضية الصفرية H4.8. حيث اتضح بأن زيادة معدل دوران المخزون بمقدار وحدة واحدة عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى انخفاض القيمة المتوقعة للقيمة السوقية بمقدار 0.01 تقريبا عند ثبات باقي المتغيرات.

كما تبين وجود أثر دال إحصائيا لنوع شركة التدقيق على القيمة السوقية Tobins Q، حيث اتضح بأن القيمة المتوقعة للقيمة السوقية عندما تكون شركة التدقيق بيج فور تزيد بمقدار 0.124 تقريبا عن القيمة المتوقعة للقيمة السوقية عندما تكون شركة التدقيق شركة عادية عند ثبات باقي المتغيرات، كما لم يتضح وجود أثر دال إحصائيا للمتغير الضابط (الخبرة المالية للجنة التدقيق) على القيمة السوقية.

الفصل الخامس

الاستنتاجات والتوصيات

نسلط في هذا الفصل الضوء على أهم الاستنتاجات التي توصلت إليها الدراسة من خلال اختبار الفرضيات، واستنادا على هذه النتائج سوف تقدم أهم التوصيات.

1.5 مناقشة النتائج والاستنتاجات:

1.1.5 أولا: الاستدامة المالية للشركات

1. تأثير النظام القانوني على الاستدامة المالية:

تشير النتائج إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين النظام القانوني ومعدل النمو المستدام، مما يدل على أن وجود نظام قانوني قوي يعزز من الاداء المالي ويقلل المخاطر، وبالتالي يدعم الاستدامة المالية للشركات. يتوافق هذا مع نظريات الحوكمة التي تؤكد أهمية البيئة القانونية في تعزيز الشفافية والمساءلة، وهو ما يدعم استقرار الشركات ونموها طويل الأمد. رغم قلة الدراسات السابقة التي تناولت النظام القانوني في هذا السياق بشكل مباشر، إلا أن هذه النتيجة تمثل إضافة قيمة للسوق الفلسطيني والأسواق الناشئة عموما. وربما يؤدي تعزيز النظام القانوني وتطبيقه بشكل فعال لتوفير بيئة أعمال مستدامة، تمكن الشركات من تخطيط مواردها بثقة وتحقيق نمو مستدام.

2. تأثير العائد على الأصول على الاستدامة المالية:

أظهرت الدراسة وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين العائد على الأصول والاستدامة المالية، مما يعكس قدرة الشركات على تحقيق أرباح فعالة من أصولها كعامل رئيسي لتعزيز النمو المستدام. هذه النتيجة تتوافق مع الدراسات التي تؤكد أن الكفاءة في استغلال الأصول تعزز من الأداء المالي المستدام، مثل نتائج (Hatem and Ali (2023 و (Ningsih and Simatupang (2024. ومما لا شك فيه أن إدارة الأصول بشكل فعال تمثل أحد العوامل الحاسمة لنجاح الشركات، حيث إن تحسين استخدام الموارد المالية والمادية يؤدي إلى تعزيز القدرة التنافسية والاستمرارية في السوق مما يساهم في تحقيق الاستدامة المالية.

3. تأثير نسبة السيولة السريعة والنقدية على الاستدامة:

تكشف النتائج أن نسبة السيولة السريعة تؤثر إيجابياً ومعنوياً على الاستدامة المالية، في حين أن نسبة النقدية تؤثر سلباً ومعنوياً. يشير ذلك إلى أهمية توفر سيولة تشغيلية متاحة بسرعة لتلبية الالتزامات وتعزيز النمو، بينما تؤدي الكميات الكبيرة من النقد المحتفظ به دون استثمار إلى تعثر في توظيف الموارد ويعيق النمو. تتوافق هذه النتائج مع دراسة (Sabau-Popa et al. (2020 التي أكدت ضرورة تحقيق توازن بين الاحتفاظ بالسيولة والاستثمار الفعال. حيث لا بد للشركات أن تعمل على إدارة سيولتها بحكمة، بحيث تضمن توافر الأصول السائلة اللازمة لتغطية المتطلبات التشغيلية دون المساس بفرص التوسع والاستثمار.

4. تأثير نسبة الديون إلى الأصول (الرافعة المالية) على الاستدامة المالية:

تظهر الدراسة أن هناك علاقة إيجابية معنوية بين نسبة الديون إلى الأصول والاستدامة المالية، حيث يمكن للديون الموجهة بشكل مدروس أن تزود الشركات برأس مال إضافي يدعم النمو والتوسع. هذه النتيجة تتفق مع بعض الدراسات مثل منصور وآخرون (2022) والعطوي وأبو صبيح (2022)، لكنها تتعارض مع آراء أخرى ترى أن الدين يزيد المخاطر ويضعف الاستدامة، كما هو الحال في (Bui et al (2023. يرى الباحث أن الإدارة الحكيمة للرافعة المالية تعد من العوامل المؤثرة إيجابياً على الاستدامة، مع التنويه إلى ضرورة الحذر من الإفراط في الاستدانة الذي قد يؤدي إلى اختلالات مالية خطيرة.

5. تأثير معدل دوران الأصول على الاستدامة:

أشارت النتائج إلى علاقة سلبية ومعنوية بين معدل دوران الأصول والاستدامة المالية، ما يعني أن زيادة النشاط الزائد في تحريك الأصول قد تسبب إرهاقاً للموارد وضعفاً في الإدارة المالية، وهو ما

يقلل من استمرارية الأداء المالي. هذه النتيجة تدعم ما توصلت إليه دراسات مثل Diannisa et al (2019)، التي ربطت بين النشاط المفرط وقلة الكفاءة في إدارة الموارد. ويرى الباحث أن الشركات تحتاج إلى تحقيق توازن دقيق بين زيادة معدلات الدوران وفاعلية استخدام الأصول، حيث إن الدوران العالي بدون تخطيط سليم قد يعرقل نمو الشركة المستدام.

6. تأثير نوع شركة التدقيق (Big Four) على الاستدامة:

أظهرت النتائج تأثيراً إيجابياً ومعنوياً لنوعية شركة التدقيق على استدامة الشركات، حيث تعزز جودة التدقيق الموثوقة المالية وتدعم الحوكمة الجيدة، مما يساهم في استمرار أداء الشركات. تتفق هذه النتائج مع دراسات سابقة مثل (McLaren and Struwig 2019) ورشوان وأبو ناصر (2021) التي أكدت أهمية التدقيق الجيد في رفع مستوى الثقة لدى الأطراف ذات العلاقة. ويرى الباحث أن التعاقد مع شركات تدقيق عالمية ذات سمعة جيدة يشكل استثماراً في تعزيز استقرار الشركة وجاذبيتها للمستثمرين على المدى الطويل مما يساهم في تعزيز الاستدامة المالية للشركات.

2.1.5 ثانياً: قيمة الشركات (Tobin's Q)

1. تأثير النظام القانوني على القيمة السوقية:

تكشف النتائج عن علاقة سلبية ومعنوية بين النظام القانوني والقيمة السوقية، مما يوحي بأن البيئة القانونية قد تفرض قيوداً تنظيمية أو تكاليف إجرائية تحد من تقييم المستثمرين للشركات. هذه النتيجة تختلف عن التوقعات العامة وتعكس خصوصية التشريعات أو تطبيقها في الأسواق الناشئة مثل فلسطين، حيث قد ينظر إلى بعض القوانين على أنها معوقة للنمو بدلاً من داعمة له. ويرى الباحث أن وجود نظام قانوني يعمل على توفير البيئة الاستثمارية اللازمة للشركات سيعمل على تعزيز قيمتها السوقية دون العمل على وضع أنظمة وقوانين قد تؤثر سلباً على أداء الشركات وبالتالي على القيمة السوقية.

2. تأثير العائد على الأصول وهامش الربح الإجمالي على القيمة السوقية:

وجدت الدراسة أن كلا من العائد على الأصول وهامش الربح الإجمالي لهما تأثير إيجابي معنوي على القيمة السوقية، مما يشير إلى أن السوق يثمن الشركات ذات الأداء المالي القوي والكفاءة التشغيلية العالية. تدعم هذه النتائج دراسات مثل (Hatem and Ali 2023) و Ningsih and Simatupang (2024) التي أظهرت أن الربحية العالية تعزز من تقييم الشركات. ويؤكد الباحث على أن تحقيق أرباح قوية وكفاءة عالية في إدارة الموارد يعكس قدرة الشركات على خلق قيمة سوقية مستدامة مما يزيد من قيمتها السوقية.

3. تأثير نسب السيولة (الحالية والنقدية) على القيمة السوقية:

تظهر النتائج تأثيراً إيجابياً معنوياً لكل من نسبة السيولة الحالية والنقدية على القيمة السوقية، حيث يرى المستثمرون في السيولة دليلاً على قدرة الشركة على تغطية التزاماتها وتحمل المخاطر المالية، خاصة في البيئات غير المستقرة. تتفق هذه النتائج مع دراسات (Sabau-Popa et al (2020) و (Srayyih and Al Rawi (2021) ويرى الباحث أهمية الحفاظ على مستوى جيد من السيولة لتعزيز ثقة المستثمرين وجذب رأس المال يعمل على تعزيز القيمة السوقية للشركة.

4. تأثير نسبة السيولة السريعة على القيمة السوقية:

تظهر الدراسة تأثيراً سلبياً ومعنوياً لنسبة السيولة السريعة على القيمة السوقية، إذ قد يفسر المستثمرون السيولة السريعة الزائدة على أنها مؤشر على ضعف التوظيف الأمثل للأصول المالية، مما يقلل من جاذبية الشركة. تتوافق هذه النتائج مع بعض الدراسات التي نبهت إلى مخاطر الاحتفاظ بسيولة غير مستثمرة. (Sabau-Popa et al., 2020) ويرى الباحث أهمية التوازن بين توفر السيولة والفعالية الاستثمارية لتجنب تراجع القيمة السوقية.

5. تأثير معدل دوران المخزون والأصول على القيمة السوقية:

يشير معدل دوران المخزون إلى تأثير سلبي معنوي على القيمة السوقية، مما قد يعكس قلق المستثمرين من مشاكل في إدارة المخزون أو ضغوط تسويقية، بينما يظهر معدل دوران الأصول تأثيراً إيجابياً معنوياً، حيث يعكس نشاطاً تشغيلياً مرتفعاً يشجع المستثمرين. تتفق هذه النتائج مع دراسات رشوان وأبو ناصر (2021). ويرى الباحث أن الإدارة الفعالة للمخزون وتحقيق التوازن في استخدام الأصول عوامل ضرورية للحفاظ على قيمة سوقية مرتفعة.

6. تأثير نوع شركة التدقيق (Big Four) على القيمة السوقية:

أظهرت النتائج تأثيراً إيجابياً معنوياً لنوع شركة التدقيق على القيمة السوقية، مما يدل على أن جودة التدقيق وشفافية التقارير المالية تزيد من ثقة المستثمرين وترفع من القيمة السوقية للشركة. تتوافق هذه النتيجة مع نتائج (McLaren and Struwig (2019) ويرى الباحث أن تعزيز الشفافية وجودة التدقيق يعدان من العوامل الأساسية لتحسين جاذبية الشركات في الأسواق المالية ويؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للشركة.

2.5 التوصيات

استنادا إلى نتائج الدراسة، يوصي الباحث بما يلي:

أولا: لصناع القرار والهيئات الرقابية:

ضرورة العمل على تطوير البيئة القانونية بشكل يوازن بين تشجيع الاستثمار وحماية الحقوق، دون أن يؤدي ذلك إلى فرض أعباء تنظيمية غير مبررة على الشركات.

تعزيز اليات الحوكمة والرقابة المالية لضمان الاستخدام الأمثل للموارد وتحقيق مستويات أعلى من الشفافية والاستدامة في الأسواق المالية.

ثانيا: لإدارات الشركات:

التركيز على تحسين مؤشرات الربحية والسيولة التشغيلية مع تجنب الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية غير الموظفة، لما لذلك من تأثير سلبي على النمو المستدام.

إدارة هيكل التمويل بعناية من خلال موازنة استخدام الديون بما يعزز الاستدامة المالية دون تعريض الشركة لمخاطر مفرطة.

ثالثا: للمستثمرين:

ضرورة تبني رؤية شمولية عند تقييم الشركات، تأخذ بعين الاعتبار مجموعة من المؤشرات المالية والتشغيلية، بدلا من الاعتماد الحصري على مؤشرات السيولة أو الربحية.

الانتباه إلى نوعية التدقيق الخارجي، حيث يعد التعاقد مع شركات تدقيق كبرى مؤشرا على مستوى أعلى من الإفصاح والموثوقية الإدارية.

رابعا: للباحثين:

توسيع نطاق الدراسات المستقبلية لتشمل قطاعات أخرى مثل البنوك والخدمات، بهدف بناء فهم أشمل لتأثير النظام القانوني والصحة المالية في السياقات المختلفة.

إجراء دراسات تحليلية أكثر تفصيلا حول مكونات النظام القانوني، كقوانين الإفصاح والحوكمة، لفهم طبيعة تأثير كل مكون على الاستدامة المالية للشركات وقيمتها السوقية.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- بقبيلة، حميد، وعكور، مهند. (2018). تحليل العلاقة بين حوكمة الشركات والأداء المالي في الجزائر. مجلة العلوم الاقتصادية، 10(2)، 199-216.
- بني خالد، أحمد. (2019). أثر هيكل التمويل على الأداء المالي لشركات الخدمات في الأردن. مجلة الدراسات المالية، 7(1)، 88-105.
- الجبوري، حسن جبار، والزبيدي، إبراهيم مصطفى جاسم. (2022). توظيف مؤشر تمويل النمو الفعلي لتعزيز الصحة المالية للشركات الصناعية المساهمة: دراسة تحليلية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. مجلة الغري لكلية الإدارة والاقتصاد، (عدد خاص)، 391-410.
- جراح، محمد، وسالم، رامي. (2021). أثر الاستدامة المالية على الأداء المالي للبنوك الإسلامية في فلسطين. مجلة العلوم الإدارية، 13(3)، 55-78.
- حامد، إسماعيل إبراهيم حسن وعلي، الخير تاج السر الخير، وسر الختم، صلاح طارق علي وموسى لمياء جمال الدين أحمد، ومالك، فاطمة فضل السيد عوض. (2017). أثر استخدام تكاليف الجودة على كفاءة الأداء المالي، كلية الدراسات التجارية، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.
- حسين، أحمد، وصبيحة، هدى. (2020). الاستدامة المالية ودورها في تعزيز الأداء المالي في الوحدات الاقتصادية: دراسة تطبيقية. مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، 26(118)، 157-178.
- خدوجة، فاطمة، وفيروز، محمد. (2019). استخدام النسب المالية في تحليل الأداء التشغيلي للشركات. مجلة الإدارة والاقتصاد، 11(4)، 233-249.
- الدباغ، هدى. (2024). المرونة المالية وأثرها في قيمة الشركة: دراسة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. مجلة ريادة الأعمال للتمويل والأعمال، 5(1)، 161-173.
- رزق، أحمد. (2019). دراسة تحليلية للعوامل المؤثرة على قيمة الشركة باستخدام النسب المحاسبية والمالية. مجلة البحوث الاقتصادية، 15(1)، 78-96.

- رشوان، أحمد، & أبو ناصر، هشام. (2021). قياس وتحليل أثر استخدام مؤشرات الصحة المالية على القيمة السوقية: دراسة تطبيقية على المصارف المدرجة في بورصة فلسطين . *مجلة جامعة فلسطين التقنية خضوري للأبحاث*، 9(2)، 115-134.
- زرافة، مفيدة. (2020) أثر التخطيط الضريبي على قيمة الشركة، رسالة ماجستير غير منشورة.
- زلوم، نائل. (2017). قياس القيمة السوقية وعلاقتها بالمؤشرات المالية في الشركات الصناعية الأردنية. *مجلة العلوم الاقتصادية الأردنية*، 4(2)، 88-102.
- السعيد، علي، & شاكر، زهراء. (2022). المرونة المالية وأثر معدل النمو المستدام في تعزيزها: دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية *مجلة مركز كوفة للدراسات*، 1(65A)، 239-270.
- السلطان، خالد. (2019). أثر بعض المتغيرات المالية على قيمة الشركة في سوق الأسهم السعودي. *مجلة جامعة الموصل للعلوم الاقتصادية*، 21(1)، 101-122.
- السلموني، تامر. (2023). أثر الاستدامة المالية على الأداء المالي للمؤسسات: دراسة تطبيقية على قطاع البترول في مصر . *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية*، 14(10)، 1120-1135.
- الشطناوي، خالد. (2018). أثر استخدام نموذج Tobin's Q في قياس أداء الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان. *مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية*، 5(2)، 101-117.
- شنك، إسلام. (2018). أثر العوامل المالية وغير المالية على قيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين. *مجلة الاقتصاد المعاصر*، 6(2)، 189-207.
- الشواورة، مصطفى. (2019). تحليل العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي والقيمة السوقية باستخدام نموذج Tobin's Q. *مجلة العلوم المالية والمصرفية*، 9(1)، 33-52.
- العباد، أحمد. (2004). القيمة السوقية للسهم وأثرها في تقييم أداء الشركات المساهمة (أطروحة ماجستير غير منشورة). جامعة بغداد، العراق.

- العطوي، مهند، وأبو صبيح، رعدة. (2022). تقييم الصحة المالية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة الممتدة (2010-2020). مجلة الغري لكلية الإدارة والاقتصاد، 18(2)، 461-482.
- العواودة، محمد. (2018). الإطار القانوني لحوكمة الشركات المساهمة العامة في الأردن. مجلة العلوم القانونية - جامعة مؤتة، 45(2)، 233-260.
- قابجة، نبيل. (2012). أثر الحوكمة على الاستدامة المالية في البنوك الفلسطينية. مجلة إدارة الأعمال، 8(1)، 65-84.
- محمد، عماد. (2018). أثر ممارسات الحوكمة في تعزيز الشفافية في الشركات الصناعية الأردنية. المجلة العربية للمحاسبة، 15(3)، 77-92.
- المحمود، أحمد، & سعد، محمد. (2023). الرشاقة المالية وانعكاسها في الاستدامة المالية لعينة من الشركات الصناعية العراقية والكويتية للفترة 2017-2021. وقائع المؤتمر العلمي الدولي السابع عشر للطاقة والاقتصاد والصناعات، جامعة المستنصرية، 715-754.
- معافا، عبد الله، & الشعراوي، حسام. (2024). أثر نسب السيولة والربحية والرفع المالي على القيمة السوقية للشركة: دليل من المملكة العربية السعودية. مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، 8(2)، 73-115.
- ملحم، علاء. (2019). العوامل المؤثرة على الأداء المالي في شركات التأمين المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي (رسالة ماجستير غير منشورة). جامعة الشرق الأوسط، عمان.
- منتظر، عارف، وأرشد، جمال. (2023). دور الاستدامة المالية في الحفاظ على القدرة التنافسية: دراسة تطبيقية على المصارف العراقية. مجلة المحاسبة والتمويل الحديثة، 5(2)، 211-229.
- منصور، ليلى، المعموري، محمد، & الزبيدي، شيماء. (2022). تأثير المرونة المالية في قيمة الشركات: دراسة تطبيقية لقطاع المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من 2010-2019. مجلة كلية مدينة العلم الجامعة، 14(1)، 106-121.
- مولاتي، عبير وعدي، سلمة وعبد الفتاح، زغيب. (2019). النسب المالية كمؤشر لتحسين الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي، الجزائر .

- نايف، أحمد. (2021). مفهوم الاستدامة المالية وأبعادها في المؤسسات العامة والخاصة. *المجلة العربية للإدارة*, 41(2)، 87-104.
- النصور، نزار. (2020). تحليل العلاقة بين الأداء المالي وقيمة الشركة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان. *مجلة أبحاث الاقتصاد*, 10(3)، 134-152.
- نويجي، فيصل. (2017). دور كفاءة العمليات التشغيلية في تعظيم قيمة الشركة. *المجلة الجزائرية للدراسات المالية*, 4(1)، 55-73.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

- Abdi, H., Popa, A., & Mihai, F. (2020). Impact of sustainability on firm value and financial performance in the air transport industry. *Journal of Environmental and Social Governance*, 6(4), 233–249.
- Affandi, F. (2018). The influence of liquidity, leverage, and profitability on financial performance of manufacturing companies in Indonesia. *International Journal of Economics, Business and Accounting Research (IJEBAAR)*, 2(4), 125–134.
- Afriyie, H. O. (2015). *Financial sustainability of NGOs in Ghana* [Master's thesis, Kwame Nkrumah University of Science and Technology].
- Ahmad, A., & Juniar, A. (2023). Financial health indicators that affect return on assets of Indonesian guarantee institutions. *Indonesian Journal of Financial Studies*, 12(1), 45–62.
- Al Hasanko, R. (2024). Assessing the financial health of the company and its relationship to its market value added: Evidence from industrial companies listed on the Amman Stock Exchange for the period (2013–2021). *International Journal of Finance and Accounting*, 9(3), 37–51.
- Alfraih, M. M. (2023). Audit committee financial expertise and financial reporting quality: Empirical evidence from Gulf Cooperation Council (GCC) countries. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 13(2), 22–41.
- Alkaraan, F., & Northcott, D. (2006). Strategic capital investment decision-making: A role for emergent analysis tools?: A study of practice in large UK manufacturing companies. *The British Accounting Review*, 38(2), 149–173.

- Al-Slehat, Z. A., & Altameemi, B. M. (2021). Financial sustainability and its impact on financial performance: An empirical study on Jordanian banks. *International Journal of Financial Research*, 12(1), 1–11.
- Altahtamouni, L., Alrawashdeh, S., & Khresat, A. (2022). Financial sustainability and firm performance: Evidence from listed companies in Jordan. *Journal of Financial Studies*, 15(4), 55–70. Middle East Finance Association.
- Amran, A., & Devi, S. S. (2008). The impact of government and foreign affiliate influence on corporate social reporting: The case of Malaysia. *Managerial Auditing Journal*, 23(4), 386–404.
- Aras, G. (2019). *A handbook of corporate governance and social responsibility*. Gower Publishing. (Routledge/Taylor & Francis Group).
- Banker, R. D., Mashruwala, R., & Tripathy, A. (2014). Does a differentiation strategy lead to more sustainable financial performance than a cost leadership strategy? *Management Decision*, 52(5), 872–896.
- Banne, V. R., Kalangi, J. B., & Wangke, S. J. (2019). Analysis of financial health level of PT. Garuda Indonesia based on financial aspect of *Keputusan Menteri Badan Usaha Milik Negara Nomor: KEP-100/MBU/2002*. *Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis dan Akuntansi*, 7(3), 1759–1769.
- Barakat, F. S. Q., López Pérez, M. V., & Rodríguez Ariza, L. (2015). Corporate social responsibility disclosure (CSR) determinants of listed companies in Palestine (PXE) and Jordan (ASE). *Al-Quds University & Universidad de Granada*.
- Barnard, A., Peters, D., & Muller, H. (2010). Financial health and sense of coherence. *SA Journal of Human Resource Management*, 8(1), 1–12.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (1998). Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health. *Journal of Accounting and Economics*, 25(1), 1–34.
- Bell, J. (2011). Financial sustainability in business: Challenges and practices. *Financial Management Journal*, 6(2), 22–35. Chartered Institute of Management Accountants (CIMA).
- Bowman, W. (2011). Financial capacity and sustainability of ordinary nonprofits. *Nonprofit Management and Leadership*, 22(1), 37–51.
- Bui, T. N., Nguyen, H. T., & Tran, D. Q. (2023). The effect of capital structure on firm value: A study of companies listed on the Vietnamese

stock market. *Vietnamese Journal of Finance and Economics*, 15(3), 210–230.

- Campbell, D. (2006). The influence of institutional pressures on corporate social responsibility disclosures: A case of UK listed firms. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19(6), 765–792.
- Campbell, J. L. (2007). Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility. *Academy of Management Review*, 32(3), 946–967.
- Chousr, S. (2021). The impact of financial performance on firm value: Evidence using Tobin's Q. *International Journal of Financial Research*, 12(3), 55–64.
- Darmawan, A., & Supriyanto, J. (2018). The effect of financial ratio on financial distress. *Journal of Applied Managerial Accounting*, 2(1), 110–120. STIE Malangkucecwara.
- Daryanto, W. M., & Samidi, S. (2018). Measuring the financial performance of enterprises under Ministry of Energy and Mineral Resources (EMR): An Indonesia experience. *International Journal of Engineering & Technology*, 7(3.21), 16–23.
- Diannisa, Y., Sari, R., & Harahap, R. (2019). Impact of capital structure and firm financial performance on firm value: Evidence of agribusiness firms in Indonesia stock exchange. *Indonesian Journal of Agricultural Finance*, 7(2), 87–102.
- Dong, Y., Robinson, C., & Vicziany, M. (2007). Corporate governance and performance of Chinese listed firms. *International Review of Business Research Papers*, 3(2), 88–102.
- Durnev, A., & Kim, E. H. (2005). To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation. *The Journal of Finance*, 60(3), 1461–1493.
- Dutta, S., & Das, N. (2014). Sustainability of NGOs through alternative income generating activities. *International Journal of Innovative Research and Development*, 3(5), 343–351.
- Ebenezer, E., Addo, A., & Amankwah, E. (2020). Financial sustainability of SMEs: Evidence from selected developing economies. *Asian Journal of Economics and Finance*, 2(4), 210–224. Asian Economic and Social Society.

- Ek, A. (2011). Long-term financial sustainability of enterprises: A strategic perspective. *Journal of Strategic Finance*, 6(2), 55–68. Swedish School of Economics and Business Administration.
- El Madbouly, E. (2022). The effect of financial indicators on sustainable growth: Evidence from Egyptian firms. *Accounting and Finance Research*, 11(2), 41–56.
- Farooq, O. (2019). The impact of inventory turnover on firm performance: Evidence from the manufacturing sector. *Journal of Business and Management*, 21(4), 34–42.
- Filene, B. (2011). *Sustainability planning in credit unions*. Filene Research Institute.
- Gakuu, C. M., & Kirimi, M. L. (2014). Factors influencing sustainability of community-based projects: A case of Mwingi District, Kitui County, Kenya. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 4(8), 1–10.
- Gitman, L. J. (2009). *Principles of managerial finance* (12th ed.). Pearson Education.
- Greplová, E. (2014). Financial health assessment as a part of financial analysis. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 62(4), 717–722.
- Günther, E., Nowack, M., & Weber, G. (2022). Corporate financial sustainability: Metrics and models. *Sustainability*, 14(5), 2501.
- Hadi, S., & Rahayu, N. (2019). The effect of solvency and profitability on stock prices. *Journal of Business and Management Review*, 1(5), 295–301.
- Hakim, R. N., Ibrahim, M., & Yusuf, M. (2023). Measuring sustainable growth rate in firms: An empirical investigation. *Finance and Business Review*, 5(1), 33–47. Faculty of Economics and Business, Universitas Indonesia.
- Hatem, E. M., & Ali, A. H. (2023). Impact of size, leverage and growth on company value – Empirical study on Saudi food production companies. *Journal for Research and Scientific Studies – Economic and Legal Sciences Series*, 45(5), 330–345.
- Holecková, J. (2008). Causes and consequences of corporate financial distress. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 56(6), 45–52.

- Honchar, O. (2013). Strategic planning as an instrument of management. *Science and Education a New Dimension: Economics and Law*, 2(6), 29–31.
- Ichsani, T., Wahyuni, S., & Setiawan, R. (2021). The effect of financial ratio on firm value: Empirical evidence from listed firms in the IDX30 index. *Journal of Indonesian Finance Research*, 9(4), 100–115.
- Irman, M., Nurhayati, N., & Syofyan, S. (2020). Effect of financial performance on firm value with capital structure as intervening variable: Empirical study on food and beverage industry. *International Journal of Economics Development Research*, 1(1), 36–44.
- Irwanto, A., Handayani, S. R., & Permatasari, Y. (2021). Financial performance and its influence on firm value with good corporate governance as moderation variable. *Journal of Accounting and Investment*, 22(1), 50–66.
- John, E. (2015). *Strategic financial sustainability planning*. Financial Insight Publications.
- Kalouda, F. (2006). Financial health and performance of Czech enterprises. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 54(6), 31–42.
- Kannadhasan, M. (2007). Measuring financial health using Z-score model. *The Management Accountant*, 42(6), 469–473. Institute of Cost Accountants of India.
- Kaplinski, O. (2008). Financial health of construction companies: Measurement and prediction. *Archives of Civil and Mechanical Engineering*, 8(3), 41–50.
- Karakaya, A., Yilmaz, G., & Sarioğlu, S. E. (2017). The relationship between financial structure and firm performance: Evidence from Turkey. *Journal of Business Research-Turk*, 9(1), 300–315.
- Kliestik, T., Misankova, M., & Valaskova, K. (2020). Bankruptcy prediction: Possibilities, trends and practical solutions. *Sustainability*, 12(1), 293.
- Kritsonis, A. (2005). Assessing a firm's future financial health. *International Journal of Scholarly Academic Intellectual Diversity*, 9(1), 1–10.
- Kubenka, M. (2015). Financial health: Definition and application. *Journal of Accounting and Finance*, 10(3), 105–114.

- Manaf, N. A. A., Atan, R., & Mohamed, N. (2018). Sustainability practices and financial performance of Malaysian government-linked companies (GLCs). *Asian Journal of Business and Accounting*, 11(1), 215–252.
- Manullang, S. O. (2020). Liquidity ratio analysis and its impact on profitability in listed firms. *International Journal of Business and Management Invention*, 9(6), 45–52.
- Masri, R. (2020). Financial health and sustainability performance in Middle Eastern firms. *Middle East Journal of Management*, 7(1), 22–38.
- McLaren, J., & Struwig, M. (2019). Financial ratios as indicators of financial sustainability at a South African university. *South African Journal of Higher Education Finance*, 33(3), 145–163.
- Michalec, M. (2011). *Assessment of the financial health and performance of the company XY, S.R.O.*
- Mirshekary, S., & Sandagaran, S. M. (2005). Compliance with disclosure requirements by Malaysian listed companies. *Malaysian Accounting Review*, 4(1), 25–57.
- Murdayanti, Y., Tuwajudi, B., & Lestari, R. (2015). Financial health indicators as predictors of company value. *Asian Economic and Financial Review*, 5(3), 397–409.
- Nganga, S. I., & Kibati, P. (2016). Factors affecting financial sustainability of NGOs: A case study of NGOs in Nairobi County, Kenya. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 4(10), 289–307.
- Ningsih, L., & Simatupang, T. M. (2024). The effect of financial ratio and firm size on firm value, with sustainability report as a moderating variable. *Journal of Accounting and Sustainability*, 10(2), 145–162.
- Nurwulandari, M., Suwitho, S., & Sukoharsono, E. G. (2019). Corporate social responsibility, good corporate governance and firm value: Empirical study of manufacturing companies in Indonesia. *International Journal of Business, Economics and Law*, 18(5), 72–78.
- Padilla, A. (2012). *Achieving financial sustainability in microfinance institutions*. Frankfurt School of Finance & Management.
- Pina, V., Bachiller, P., & Ripoll, L. (2021). Effectiveness of regulation on financial health: Evidence from EU financial directives. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 50(3), 299–322.

- Rahaman, M. M. (2011). Access to financing and firm growth. *Journal of Banking & Finance*, 35(3), 709–723.
- Rotaru, S. (2019). Financial sustainability – A key concept for ensuring the continuity and performance of the entity. *Annals of the University of Petroșani, Economics*, 19(1), 217–226.
- Sabau-Popa, R., Popa, A., & Serban, M. (2020). Analyzing financial health of the SMEs listed in the AERO market of Bucharest stock exchange using principal component analysis. *Romanian Journal of Financial Studies*, 12(1), 45–60.
- Said, R., Yuserrie, Z., & Hassan, S. (2019). The relationship between organizational sustainability and financial performance: Evidence from public listed companies. *Journal of Sustainability Science and Management*, 14(4), 52–60.
- Samlanie, A., Alrashidi, M., & Alshammari, S. (2024). Audit firm size and financial reporting quality: Evidence from Saudi Arabia. *Journal of Accounting and Auditing Studies*, 12(1), 45–67.
- Sedláček, J. (2007). Criteria of business success in a knowledge economy. *Ekonomická Revue – Central European Review of Economic Issues*, 10(1), 34–39.
- Siahpush, M., Spittal, M., & Singh, G. K. (2007). Association of financial stress with social and health outcomes: Evidence from Australia. *Journal of Epidemiology & Community Health*, 61(8), 684–689.
- Srayyih, F., & Al Rawi, U. (2021). The effect of financial sustainability on market value: A study in a sample of firms listed in Iraq's securities market. *Journal of Iraqi Financial Studies*, 8(2), 120–138.
- Statistics Canada. (2018). *Financial performance indicators for Canadian businesses*. Government of Canada.
- Supardi, S., & Suyanto, S. (2018). Analysis of liquidity and profitability to improve company performance. *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura*, 21(3), 235–243.
- Walden, W. D., & Schwartz, B. N. (1997). Environmental disclosures and public policy pressure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 16(2), 125–154.
- Weida, S., Brown, L., & Chen, Y. (2020). Measuring organizational financial health: A diagnostic framework. *Business Insight Journal*, 9(4), 88–102.

- Williams, S. M. (1999). Voluntary environmental and social accounting disclosure practices in the Asia-Pacific region: An international empirical test of political economy theory. *The International Journal of Accounting*, 34(2), 209–238.
- Wu, J., Zhang, H., & Liu, F. (2023). Strategic financial management and sustainability: Linking capital structure with long-term performance. *Finance Today Journal*, 11(2), 114–129.
- Xu, L., Zhang, Y., & Deng, Y. (2020). Corporate financial sustainability and its influencing factors in China. *Sustainability*, 12(3), 1127.
- Yulsiati, S. (2016). The analysis of financial performance viewed from liquidity, solvency, and profitability ratios in construction companies listed on the Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Business and Management Invention*, 5(5), 66–74.
- Zabolotnyy, S., & Wasilewski, M. (2019). The concept of financial sustainability measurement: A review. *Entrepreneurship and Sustainability Issues*, 7(2), 614–631.
- Zeller, M., & Meyer, R. L. (2002). *The triangle of microfinance: Financial sustainability, outreach, and impact*. International Food Policy Research Institute (IFPRI).
- Ziolo, M., Bak, I., & Cheba, K. (2021). The role of sustainable finance in achieving Sustainable Development Goals (SDGs). *Technological and Economic Development of Economy*, 27(1), 59–80.
- Zuhroh, D. (2023). The influence of profitability, liquidity, and capital structure on firm value: Evidence from Indonesia. *Journal of Applied Accounting and Taxation*, 8(1), 1–8.

ثالثاً: المواقع الإلكترونية

- International Finance Corporation. (2013). *Corporate governance manual for Palestine*. World Bank Group. <https://www.ifc.org>
- البنك الدولي, 2024 - <https://www.worldbank.org/en/publication/worldwide-governance-indicators/frequently-asked-questions>
- بورصة عمان. (2024). *الخطة الاستراتيجية لبورصة عمان 2024-2026*. <https://www.exchange.jo>
- بورصة فلسطين. (2024). *نبذة عن البورصة*. <https://www.pex.ps>

- هيئة سوق رأس المال الفلسطينية. (2023). *حوكمة الشركات* <http://pcma.ps>.

• رابعا: المراجع الإحصائية المستخدمة في التحليل:

- Arellano, M., and S. Bond. 1991. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies* 58: 277–297.
- Baltagi, B. (2005). *Econometric analysis of panel data*. John Wiley & Sons.
- Beck, N., & Katz, J. N. (1995). What to do (and not to do) with time-series cross-section data. *American political science review*, 89(3), 634-647.
- Bentler, P. M., & Chou, C. P. (1987). Practical issues in structural modeling. *Sociological methods & research*, 16(1), 78-117.
- Bun, M. J., & Kiviet, J. F. (2001). The accuracy of inference in small samples of dynamic panel data models (No. 01-006/4). Tinbergen Institute discussion paper.
- Cameron, A. C., Trivedi, K. P. (2009). *Microeconometrics Using Stata*. StataCorp LP. A Stata Press Publication, College Station, Texas.
- Das, P. (2019). *Econometrics in Theory and Practice*. Springer, Singapore.
- Greene, W. H. (2008). *Econometric analysis*. Pearson Education India.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics* (ed.). *Singapore: McGraw Hill Book Co.*
- Hsiao, C. (2014). *Analysis of panel data* (No. 54). Cambridge university press.
- Jarque, C. M., & Bera, A. K. (1987). A test for normality of observations and regression residuals. *International Statistical*
- Levin, A., Lin, C. F., & Chu, C. S. J. (2002). Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties. *Journal of econometrics*, 108(1), 1-24.
- Park, H. M. (2011). *Practical guides to panel data modeling: a step-by-step analysis using stata*. Public Management and Policy Analysis Program, Graduate School of International Relations, International University of Japan, 12, 1-52.
- Taylor, W. E. (1980). Small sample considerations in estimation from panel data. *Journal of Econometrics*, 13(2), 203-223.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT press.

فهرس الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1.2	مؤشرات النظام القانوني في فلسطين والاردن للعام 2023.....	12
1.3	اختبارات نوع الأثر.....	60
2.3	متغيرات الدراسة وطرق قياسها.....	61
3.3	متغيرات الدراسة ورموزها.....	62
4.3	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة.....	63
5.3	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لمتسلسلات البواقي Residuals.....	64
1.4-أ	نتائج اختبارات جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة.....	66
1.4-ب	نتائج اختبارات جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة.....	67
2.4-أ	معاملات تضخم التباين (VIF) لاختبار التداخل الخطي.....	68
2.4-ب	معاملات تضخم التباين (VIF) لاختبار التداخل الخطي.....	69
3.4	نتائج اختبار ديرين-واتسون لفحص الارتباط المتسلسل (Serial Correlation) لبواقي تقدير الانحدار.....	69
4.4	نتائج اختبار عدم تجانس التباين (بروش-باجان/كوك-وايزبيرغ).....	70
5.4-أ	معاملات الارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة.....	72
5.4-ب	معاملات الارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة.....	73
5.4-ج	معاملات الارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة.....	74
5.4-د	معاملات الارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة.....	75
6.4-أ	نتائج تقدير معادلة الاستدامة المالية للشركات.....	77
6.4-ب	نتائج تقدير معادلة الاستدامة المالية للشركات.....	78
7.4	نتائج تقدير معادلة قيمة الشركات.....	82

فهرس الاشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
57	متغيرات الدراسة التابعة والمستقلة والضابطة.....	1.3

فهرس المحتويات

الرقم	المبحث	الصفحة
	اقرار.....	أ
	شكر وعرفان.....	ب
	قائمة الاختصارات.....	ج
	ملخص.....	د
	Abstract.....	و
	الفصل الأول: الإطار العام للدراسة.....	1
1.1	المقدمة.....	1
2.1	مشكلة الدراسة.....	3
3.1	أسئلة الدراسة.....	4
4.1	اهمية الدراسة.....	6
1.4.1	الأهمية الاكاديمية.....	6
2.4.1	الأهمية العملية.....	6
5.1	اهداف الدراسة.....	7
6.1	حدود الدراسة.....	8
	الفصل الثاني: الإطار النظري والدراسات السابقة.....	9
1.2	مقدمة.....	9
2.2	النظام القانوني.....	9
1.2.2	مؤشرات النظام القانوني.....	10
2.2.2	مؤشرات النظام القانوني في فلسطين والاردن.....	11
3.2.2	مفهوم النظام القانوني في الشركات.....	12
4.2.2	دور النظام القانوني في تعزيز الحوكمة.....	13
5.2.2	تأثير النظام القانوني على الاستدامة المالية وقيمة الشركة.....	13

13	 الصحة المالية.	3.2
13	 مفهوم الصحة المالية.	1.3.2
16	 اهمية الصحة المالية.	2.3.2
21	 مؤشرات الصحة المالية.	3.3.2
30	 الاستدامة المالية.	4.2
30	 مفهوم الإستدامة المالية.	1.4.2
35	 قياس الاستدامة المالية.	2.4.2
36	 العوامل المؤثرة في تحقيق الاستدامة المالية.	3.4.2
37	 قيمة الشركة.	5.2
37	 مفهوم قيمة الشركة.	1.5.2
37	 انواع قيمة الشركة.	2.5.2
37	 معايير حساب قيمة الشركة.	3.5.2
38	 العوامل المالية المؤثرة على قيمة الشركة.	4.5.2
39	 العوامل الغير المالية المؤثرة على قيمة الشركة.	5.5.2
39	 قياس قيمة الشركة.	6.5.2
40	 المتغيرات الضابطة.	6.2
40	 نوع شركة التدقيق.	1.6.2
41	 الخبرة المالية للجنة التدقيق.	2.6.2
41	 بورصة فلسطين.	7.2
42	 بورصة عمان.	8.2
43	 الدراسات السابقة.	9.2
43	 مقدمة.	1.9.2
44	 الدراسات العربية.	2.9.2
47	 الدراسات الاجنبية.	3.9.2
52	 محاور الدراسات السابقة.	4.9.2
53	 ما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة.	5.9.2
54	 الفصل الثالث: الإجراءات المنهجية للبحث.	
54	 منهجية الدراسة.	1.3

54	فرضيات الدراسة.....	2.3
57	نموذج الدراسة.....	3.3
58	مجتمع وعينة الدراسة.....	4.3
58	طرق جمع البيانات.....	5.3
60	متغيرات الدراسة.....	6.3
60	المتغيرات التابعة.....	1.6.3
60	المتغيرات المستقلة.....	2.6.3
60	المتغيرات الضابطة.....	3.6.3
64	التوزيع الطبيعي.....	7.3
65	الفصل الرابع: تحليل البيانات وعرض نتائج الدراسة.....	
65	صلاحية بيانات الدراسة للتحليل الإحصائي.....	1.4
65	اختبارات جذر الوحدة لاستقرار السلاسل الزمنية (Unit Root Test).....	1.1.4
68	اختبار التداخل الخطي (Multicollinearity).....	2.1.4
69	اختبار الارتباط المتسلسل (Serial Correlation).....	3.1.4
70	اختبار عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity).....	4.1.4
71	اختبار أريلا نو-يوند للترابط الداخلي.....	2.4
71	مصفوفة معاملات الارتباط.....	3.4
76	تقدير معادلات نماذج الدراسة واختبار الفرضيات.....	4.4
77	أولاً: نتائج تقدير معادلة الاستدامة المالية للشركات واختبار الفرضيات المتعلقة به.....	1.4.4
81	ثانياً: نتائج تقدير معادلة قيمة الشركات واختبار الفرضيات المتعلقة بها.....	2.4.4
86	ملخص النتائج.....	5.4
91	الفصل الخامس: الاستنتاجات والتوصيات.....	
91	مناقشة النتائج والاستنتاجات.....	1.5
91	أولاً: الاستدامة المالية للشركات.....	1.1.5
93	ثانياً: قيمة الشركات (Tobin's Q).....	2.1.5

95	التوصيات. 2.5
96	المراجع.
96	أولاً: المراجع باللغة العربية.
99	ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية.
106	ثالثاً: المواقع الإلكترونية.
107	رابعاً: المراجع الإحصائية المستخدمة في التحليل.
108	فهرس الجداول.
109	فهرس الاشكال.