

عمادة الدراسات العليا
جامعة القدس

دور المؤشرات المالية للتنبؤ بالإفلاس المالي للشركات المدرجة في بورصة
فلسطين

عدي أنور نعيم السلامين

رسالة ماجستير

القدس - فلسطين

1446هـ - 2025م

دور المؤشرات المالية للتنبؤ بالإفلاس المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين

إعداد:

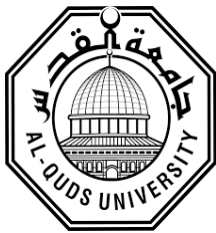
عدي أنور نعيم السلامين

بكالوريوس المحاسبة والضرائب من جامعة الخليل/ فلسطين

المشرف الرئيس: إبراهيم عتيق

قدمت هذه الدراسة استكمالاً لمتطلبات درجة الماجستير في المحاسبة
والضرائب من كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة القدس

1446هـ - 2025م



جامعة القدس
عمادة الدراسات العليا
برنامج ماجستير المحاسبة والضرائب

إجازة الرسالة

دور المؤشرات المالية للتنبؤ بالإفلاس المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين

اسم الطالب: عدي أنور نعيم السلامين

الرقم الجامعي: 22212406

إشراف: د. إبراهيم عتيق

نوقشت هذه الرسالة وأجيزت بتاريخ 2025/05/28 من أعضاء لجنة المناقشة المدرجة أسماؤهم وتواقيعهم:

التوقيع:

التوقيع:

التوقيع:

التوقيع:

رئيس لجنة المناقشة: د. إبراهيم عتيق

ممتحناً داخلياً: د. طارق درابيع

ممتحناً خارجياً: د. فادي قطّان

القدس - فلسطين

1446هـ - 2025م

الإهداء

أهدي هذا العمل إلى

إلى قدوتنا ونور قلوبنا، سيدنا محمد ﷺ.

والذي العزيز ووالدتي الحبيبة، نبع العطاء والصبر.

إلى إخوتي وأخواتي، سندي بعد الله

إلى مشرفي الفاضل د. إبراهيم عتيق لجهده وتوجيه النبيل

أهدي هذا العمل المتواضع، راجياً من الله أن يكون فيه النفع

ومستذكراً صمود أهلنا في غزة، الذين يلهموننا معنى الثبات والإصرار

عدي سلامين

الإقرار

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



التوقيع:

عدي أنور نعيم السلامين

التاريخ: 2025/05/28م

شكر وعرفان

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات، الحمد لله الذي أثار دروبنا بالعلم والخير، فله الحمد والشكر والثناء.

أتقدم بجزيل الشكر والتقدير لأستاذي المشرف على رسالتي الأستاذ الدكتور إبراهيم عتيق على جهوده المتواصلة لإنجاز هذا العمل.

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى لجنة المناقشة التي أبدت رؤيتها العلمية ليتميز هذا العمل.

والشكر موصول إلى هذا الصرح العلمي الكبير جامعتي جامعة القدس ممثلة برئيسها ومجلس أمنائها وموظفيها وهيئاتها التدريسية على إتاحة الفرصة للطالب الفلسطيني للوصول إلى أعلى مستويات التقدم من خلال جهودهم وعطائهم المستمر.

وجزيل الشكر لكل من ساعدني في إخراج هذا العمل إلى حيز الوجود والوصول به إلى درجة من الرضا والقبول.

مصطلحات الدراسة

الإفلاس المالي Financial Bankruptcy: حالة قانونية تعبر عن عجز المنشأة عن سداد التزاماتها المستحقة، وتختلف التشريعات والقوانين المنظمة للإفلاس من دولة لأخرى، إلا أنها تتفق في جوهرها على أن الإفلاس هو حالة من عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات المالية عند استحقاقها (كيوص، 2018).

التعثر المالي Financial Distress: هو التوقف عن سداد الالتزامات في مواعيد استحقاقها بالرغم من امتلاكها لأصول ثابتة يصعب تحويلها إلى سيولة تمكنها من سداد دينها (الرفاعي، 2017).

التنبؤ المالي: Financial Forecasting هو مجموعة التقديرات والقياسات التي يصنعها الفرد أو المؤسسة والمتعلقة بالأحداث والظروف المستقبلية بهدف الاعداد لمواجهة الظروف التي توقعها، وذلك عن طريق الخطط والسياسات اللازمة للتعامل مع هذه الظروف (بن ناصر وبوفل، 2022).

المؤشرات المالية: Financial Indicators أدوات تحليلية تستخدم لتقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، تستمد هذه المؤشرات من البيانات المالية وتوفر رؤى حول مجالات مثل الربحية، السيولة، الكفاءة والملاءة المالية (شيخه وآخرون، 2023).

نموذج ألتمان: هو أداة تحليلية طورها إدوارد ألتمان عام 1968 لتقييم احتمالية التعثر أو الإفلاس في الشركات، يعتمد النموذج على مجموعة من النسب المالية لقياس الصحة المالية للشركة (بشينة وآخرون، 2022).

الملخص

هدفت الدراسة إلى التعرف على دور المؤشرات المالية في التنبؤ بالإفلاس المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين مؤشر القدس. ومن أجل تحقيق الغرض الرئيس للدراسة الحالية تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي، بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركات المنشورة في موقع بورصة فلسطين للفترة الممتدة ما بين عام 2019-2023.

تمثلت عينة الدراسة في جميع الشركات المدرجة في مؤشر القدس الإسلامي البالغ عددها (21) شركة.

أظهرت النتائج أن نموذج ألتمان يمتلك قدرة تنبؤية متفاوتة بالإفلاس المالي في سياق الشركات الفلسطينية. تراوحت دقة التنبؤ للنموذج بين حوالي 43% في بعض السنوات وحوالي 70% في سنوات أخرى، مما يشير إلى أن النموذج قد لا يكون فعالاً بنفس القدر في جميع الظروف الاقتصادية أو الفترات الزمنية ضمن البيئة الفلسطينية. كما بينت الدراسة أن بعض المؤشرات المالية المستخدمة في النموذج، مثل القيمة السوقية إلى المطلوبات (X4)، قد لا تعكس بشكل كامل تعقيدات وخصوصية السوق الفلسطيني، خاصة في قطاعات معينة كالبنوك والعقارات، حيث قد تتأثر القيمة السوقية بعوامل خارجة عن الأداء المالي التقليدي للشركة.

فيما يتعلق بالتحليل الإحصائي، أشارت نتائج اختبار الفرضية الرئيسية الثانية إلى الملائمة الإحصائية العامة لنموذج ألتمان. حيث بلغت قيمة اختبار F الإحصائية (113.7)، وهي قيمة تتجاوز بكثير القيمة الجدولية (2.33)، مع مستوى دلالة إحصائية مرتفع (0.000). هذا يؤكد أن المتغيرات المستقلة في النموذج لها أثر ذو دلالة إحصائية في التنبؤ بالإفلاس المالي. بالإضافة إلى ذلك، بلغ معامل التحديد المعدل (Adjusted R-squared) قيمة (0.872)، مما يشير إلى أن المتغيرات المستقلة في النموذج تفسر نسبة كبيرة (87.2%) من التباين في المتغير التابع (Z-Score)، وهو ما يدعم رفض الفرضية القائلة بعدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية لهذه المؤشرات في التنبؤ بالإفلاس المالي. ومع ذلك، لوحظ أن المتغير (X5) (المبيعات إلى مجموع الأصول) لم يظهر دلالة إحصائية قوية، مما يستدعي إعادة النظر في مدى أهميته التنبؤية ضمن هذا السياق.

بناءً على هذه النتائج، توصي الدراسة بضرورة تطوير نماذج تنبؤ بالإفلاس المالي تكون أكثر ملاءمة وخصوصية للبيئة الفلسطينية، مع الأخذ في الاعتبار العوامل الاقتصادية والجيوسياسية الفريدة. كما توصي بدمج مؤشرات غير مالية، مثل مؤشرات الحوكمة المؤسسية وجودة الإدارة، في نماذج التنبؤ لزيادة دقتها. تؤكد الدراسة أيضاً على أهمية تحسين ممارسات إدارة المخاطر وتعزيز الشفافية

والإفصاح في الشركات الفلسطينية، وتدعو إلى إجراء المزيد من البحوث المعمقة حول التنبؤ بالإفلاس المالي في فلسطين لتطوير أدوات أكثر فعالية لدعم الاستقرار المالي.

كلمات مفتاحية: التنبؤ، الإفلاس المالي، المؤشرات المالية، بورصة فلسطين، نموذج أتمان.

The role of financial indicators in predicting financial bankruptcy of companies listed on the Palestine Stock Exchange

Prepared by: Odai Anwar Naeem Al Salameen

Supervisor: Dr. Ibrahim Ateeq

Abstract

The study aimed to identify the role of financial indicators in predicting the financial bankruptcy of companies listed on the Palestine Stock Exchange (Al-Quds Index). To achieve the main objective of the current study, a descriptive-analytical approach was used, relying on the annual financial reports of companies published on the Palestine Stock Exchange website for the period from 2019 to 2023.

The study sample consisted of all (21) companies listed on the Al-Quds Islamic Index.

The results showed that the Altman model has limited ability to predict the financial bankruptcy of Palestinian companies, with its accuracy reaching approximately 70% in some years, while in other years, it decreased to approximately 43%. The study also demonstrated that some financial indicators (such as market value to liabilities) may not reflect the complexities of the Palestinian market, which limits the model's ability to accurately predict certain sectors (such as banking and real estate).

The results of testing the second main hypothesis indicate the overall statistical suitability of the Altman model, with the F-test showing a value of (113.7) exceeding the table value of (2.33) with a significance of (0.000); In addition, the adjusted coefficient of determination (0.872) indicates the ability of the independent variables to explain a significant proportion of the variance in the dependent variable. This allows us to reject the hypothesis that these indicators have no statistically significant effect on predicting financial bankruptcy. However, the effect of the variable (X5) should be reconsidered, as it does not demonstrate strong significance.

In light of these results, the study recommends developing a financial bankruptcy prediction model specific to the Palestinian context, incorporating non-financial indicators into prediction models, improving risk management in Palestinian companies, enhancing transparency and disclosure in Palestinian companies, and conducting further research on predicting financial bankruptcy in Palestine.

Keywords: Forecasting, financial bankruptcy, financial indicators, Palestine Stock Exchange, Altman Model.

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1.1 المقدمة

أعادت الحرب الأخيرة على غزة تعريف التحديات الاقتصادية في الأراضي الفلسطينية، حيث تجاوزت تأثيراتها الأبعاد الإنسانية لتشكل صدمة هيكلية في البنية الاقتصادية. تشير البيانات الصادرة عن الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني إلى أن الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي تقلص بنسبة 32.8% بشكل عام خلال الأشهر الثمانية الأولى من الحرب، بينما فقد القطاع الخاص في غزة 85.8% من قيمة إنتاجه (منظمة العمل الدولية والجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني، 2024).

في هذا السياق، تشكل دراسة تأثيرات الحرب على المؤسسات الاقتصادية الفلسطينية مدخلاً حيوياً لفهم حدود النماذج التنبؤية التقليدية. تُظهر البيانات الحديثة أن 65.3% من الشركات في الضفة الغربية اضطرت إلى تخفيض قوة العمل لديها، بينما فقد 62.8% من العمال جزءاً من أجورهم (معهد ماس، 2024). هذه التحولات الهيكلية تفرض إعادة تقييم معايير التحليل المالي؛ إذ يعتبر التحليل المالي عملية تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة لدورة معينة أو عدة دورات، بحيث يهتم الأطراف أصحاب المصلحة بالمركز المالي للمؤسسة من أجل معرفة نقاط قوتها وضعفها من المنظور المالي. وللوصول لهذا الغرض يتم الاعتماد في التحليل على مجموعة من المؤشرات والنسب المالية وكذا التنبؤ بالوضعية المستقبلية بناء على مجموعة من النماذج، ومن بينها نموذج ألتمان المعتمد في

دراستنا، وذلك من أجل إعطاء إنذار مبكر بالخطر أو الفشل المالي مما يسمح للمؤسسة باتخاذ القرارات الصحيحة في الوقت المناسب (جبور وخلفة، 2023 :ص71؛ زبدة، 2021: ص2)

تعد الشركات بما تمتلكه من استثمارات بمثابة الرأس المال الاقتصادي للدول حيث تساهم في حل العديد من المشكلات الاقتصادية والاجتماعية من حيث تشغيل الأيدي العاملة وزيادة الناتج والدخل القومي، فاستمرار هذه الشركات بأعمالها ونجاحها في تحقيق أهدافها يعد مصلحة خاصة وعامة (عبادي وعبد الله، 2022)، هذه المؤسسات تنشط في بيئة تغلب عليها ظروف عدم التأكد، فإن المخاطر التي تحيط بها كثيرة وكبيرة، وهي تهدد المسيرين ومختلف أصحاب المصالح، من مساهمين ومقرضين وغيرهم، فهذه الأخطار قد تحول دون الوصول إلى الأهداف المسطرة للمؤسسة.

ويعتبر الفشل المالي من أهم المخاطر المالية التي تهدد المؤسسة، وقد شغل حيزاً كبيراً من اهتمامات الباحثين لما ينتج عنه من آثار سلبية على مستوى المؤسسات والمستثمرين وعلى مستوى الاقتصاد ككل (أبو زر، 2021)، فهو من أهم المشاكل المالية التي تواجه المؤسسة، وتحول دون استمراريتها، إذ لم يتم الكشف المبكر عنه والتنبؤ باحتمال وقوعه، وترجع أهمية التنبؤ بفشل المؤسسات إلى اهتمام العديد من الجهات ذات العلاقة مع المؤسسة سواء كانت هذه الجهات داخلية أو خارجية بهذا الموضوع ومنها (المصارف، المستثمرون، الإدارة، مدققو الحسابات، والجهات الحكومية)، كل هؤلاء يسعون إلى الحد أو التقليل من هذه الخطر وذلك من خلال محاولة إيجاد طرق للكشف المبكر عنه، ما يتيح لهم فرصة اتخاذ الإجراءات والتدابير اللازمة لتفادي ما يمكن تفاديه (عابد، 2020).

وبناء عليه جاءت هذه الدراسة لمعرفة صدق استخدام نموذج ألتمان للتنبؤ بالفشل المالي في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

1.2 مشكلة الدراسة

أظهرت بيانات هيئة سوق رأس المال تراجع أداء بورصة فلسطين خلال الربع الثالث من العام 2024، ليغلق مؤشر البورصة (مؤشر القدس) عند مستوى 497.2 نقطة في المتوسط، متراجعاً بنحو 22.4% عن الربع المناظر، وبنحو 7.6 مقارنة بالربع السابق (هيئة رأس المال، 2024)؛ وجاء هذا التراجع نتيجة استمرار انخفاض أسعار أسهم الشركات جراء حالة عدم اليقين وزيادة المخاطر التي ترتبت على العدوان الإسرائيلي على قطاع غزة، إذ لم تتمكن الشركات المدرجة من تقدير حجم الأضرار والخسائر نتيجة استمرار القصف وصعوبة الوصول إلى المناطق المنكوبة. يضاف إلى ذلك شحّ التبادلات السوقية التي ترفع من قيم التداول في البورصة. وقد سجلت جميع القطاعات تراجعاً متبايناً، أعلاها كان في قطاع البنوك بنسبة بلغت 26.7%. وتراجعت أرباح الشركات بنسبة (55%) خلال الأشهر التسعة الأولى من عام (2025) (وزارة الاقتصاد الوطني،

2024).. تعكس هذه البيانات الضغوط الاقتصادية المتزايدة، وتبرز الحاجة إلى إعادة تقييم آليات التحليل المالي التقليدية.

هذه الخسائر التي تكبدتها الشركات ولأعوام متتالية، الأمر الذي يندر بتعرضها للإفلاس، مما يستدعي من القائمين عليها الانتباه لخطورة تكرار الخسائر في شركاتهم والبحث عن أساليب تمكنهم من التنبؤ بالأوضاع المالية لشركاتهم للسنوات المقبلة، وذلك من خلال دراسة القوائم المالية لهذه الشركات وتحليلها من أجل الخروج بتصور عن الأوضاع المستقبلية، ووضع الحلول المناسبة قبل تفاقم المشكلة، وقد جاءت العديد من الأبحاث والدراسات بنماذج وأدوات خاصة بالتنبؤ بالفشل المالي قبل وقوعه، وذلك بهدف اتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة، وذلك بالاعتماد على القوائم المالية التي من خلالها يمكن استخراج النسب المالية التي تشكل منها نماذج من شأنها أن تساعد في الكشف المبكر والتنبيه من احتمال وقوع الفشل المالي، فهذه النماذج والنسب المالية تساعدنا في التعرف على حالة المؤسسة الحالية والتنبؤ بحالتها المستقبلية ومن ثم المساعدة في عملية اتخاذ القرارات داخل المؤسسة.

تسعى الدراسة الحالية إلى تقييم دور المؤشرات المالية في التنبؤ بالإفلاس المالي، مما يعزز القدرة على فهم المخاطر واتخاذ القرارات الملائمة.

وعليه، يمكن صياغة مشكلة الدراسة من خلال السؤال الرئيسي التالي:

ما دور المؤشرات المالية في التنبؤ بالإفلاس المالي في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين؟

أسئلة الدراسة

تحاول هذه الدراسة الإجابة على الأسئلة التالية:

1. ما مدى فعالية نموذج ألتمان في التنبؤ بالإفلاس المالي في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين؟
2. ما هي أهم المؤشرات المالية ذات الدلالة في التنبؤ بالإفلاس المالي في البيئة الفلسطينية؟
3. ما هي نقاط القوة والضعف في نماذج التنبؤ بالإفلاس المالي المطبقة عالمياً عند تطبيقها على الشركات الفلسطينية؟
4. ما هي الآليات والإجراءات التي يمكن للشركات المدرجة في بورصة فلسطين اتخاذها لتجنب مخاطر الإفلاس المالي؟

1.4 أهمية الدراسة

1.4.1 الأهمية العلمية

تُساهم الدراسة في سد الفجوة البحثية في مجال التنبؤ بالإفلاس المالي بالسياق الفلسطيني، إذ تربط بين تأثيرات الصدمات السياسية والاقتصادية ونماذج التحليل المالي التقليدية. تُختبر الدراسة ملائمة نماذج مثل نموذج ألتمان في ظل الظروف المحلية مع بيانات تشير إلى انخفاض الدخل الحقيقي للفرد بنسبة (18%) وتراجع الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة (16.1%) لعام (2024) (سلطة النقد، 2024). تقدم الدراسة إطاراً نظرياً شاملاً يدمج المتغيرات المالية التقليدية مع تحليل معمق للظروف الاقتصادية والجيوسياسية في فلسطين. هذا التكامل يهدف إلى إثراء النظرية المالية من خلال توفير فهم أعمق لكيفية تأثير العوامل الخارجية على الأداء المالي للشركات في بيئة غير مستقرة. كما تسعى الدراسة إلى توسيع المكتبة العربية بمجال التنبؤ المالي من خلال تقديم تحليل تطبيقي لنموذج ألتمان في سياق فلسطيني، مما يفتح آفاقاً لدراسات مستقبلية تأخذ بعين الاعتبار الخصوصية الجيوسياسية والاقتصادية للبيئة الفلسطينية.

1.4.2 الأهمية العملية

تستند الدراسة إلى ضرورة ملحة لفهم دور المؤشرات المالية في التنبؤ بالإفلاس المالي في السياق الفلسطيني، نظراً لندرة الدراسات في هذا المجال. تواجه الشركات المدرجة في بورصة فلسطين ظروفًا اقتصادية صعبة، حيث انخفضت عائدات التداول بنسبة (40%) في عام (2019). وأسفرت الحرب عن خسائر يومية في الإنتاج بلغت (19 مليون دولار) خلال الأشهر الأربعة الأولى من الحرب، وارتفع معدل البطالة إلى (79.1%) في غزة و(32%) في الضفة الغربية. كما أوقفت (85.8%) من منشآت القطاع الخاص في غزة الإنتاج كلياً أو جزئياً. تشير هذه البيانات إلى الحاجة لتطوير نماذج تنبؤية ملائمة للواقع الفلسطيني تأخذ في الاعتبار التفاعل بين العوامل الأمنية والاقتصادية الفريدة في البيئة المحلية. لذلك تقدم الدراسة أدوات عملية تتجلى في النماذج المشهورة للتنبؤ بالإفلاس المالي خصوصاً نموذج ألتمان؛ تُمكن المستثمرين والإدارات المالية من تقييم المخاطر المالية واتخاذ قرارات استثمارية مدروسة. تُساهم النتائج في تصميم نماذج إنذار مبكر تستوعب تأثيرات الصدمات وتوفر إطاراً لتقييم الوضع المالي قبل تفاقم المشاكل، خاصة في ظل فقدان القطاع الخاص في غزة لقيمة إنتاج بلغت (810 مليون دولار). تُعزز الدراسة من دور الجهات الرقابية في مراقبة الأداء المالي وتعمل على تحسين آليات الإفصاح المالي بما يساهم في تحسين أداء بورصة فلسطين، مع توقع استمرار تأثيرات الظروف الاقتصادية الصعبة.

1.5 أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، وهي:

1. التعرف على دور المؤشرات المالية في التنبؤ بالإفلاس المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
2. اختبار مدى فعالية نموذج ألتمان في التنبؤ بالإفلاس المالي في الشركات الفلسطينية المدرجة في البورصة.
3. تحديد أهم المؤشرات المالية ذات الدلالة في التنبؤ بالإفلاس المالي في البيئة الفلسطينية.
4. تقديم توصيات تساعد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين على تجنب مخاطر الإفلاس المالي.

1.6 متغيرات الدراسة

1.6.1 المتغيرات المستقلة:

لتحقيق غايات الدراسة استخدم الباحث النسب المكونة لنموذج ألتمان كمتغيرات مستقلة، ويمكن ملاحظة أن النسب التي اعتمدها هذا النموذج تتناول أهم الأبعاد المالية التي يجب دراستها في الشركة، وهي (السيولة، الربحية، السوق، النشاط). والتمثلة في:

- ☐ X_1 : رأس المال العامل إلى مجموع الأصول.
- ☐ X_2 : الأرباح المحتجزة إلى مجموع الأصول.
- ☐ X_3 : الأرباح قبل الفوائد والضريبة إلى مجموع الالتزامات.
- ☐ X_4 : المبيعات إلى مجموع الأصول
- ☐ X_5 : المبيعات إلى مجموع الأصول

1.6.2 المتغير التابع:

هو التنبؤ بالإفلاس المالي للشركة متمثلاً في مجموع درجات نموذج Z

1.7 فرضيات الدراسة

1. الفرضية الرئيسية الأولى: لا يستطيع نموذج ألتمان التنبؤ بالإفلاس المالي للشركات المدرجة في سوق بورصة فلسطين بالمقارنة بالأداء الفعلي المقاس بالعائد على السهم.
2. لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لمحتويات نموذج ألتمان على الاداء الفعلي المقاس بالعائد على السهم في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

1.8 حدود الدراسة

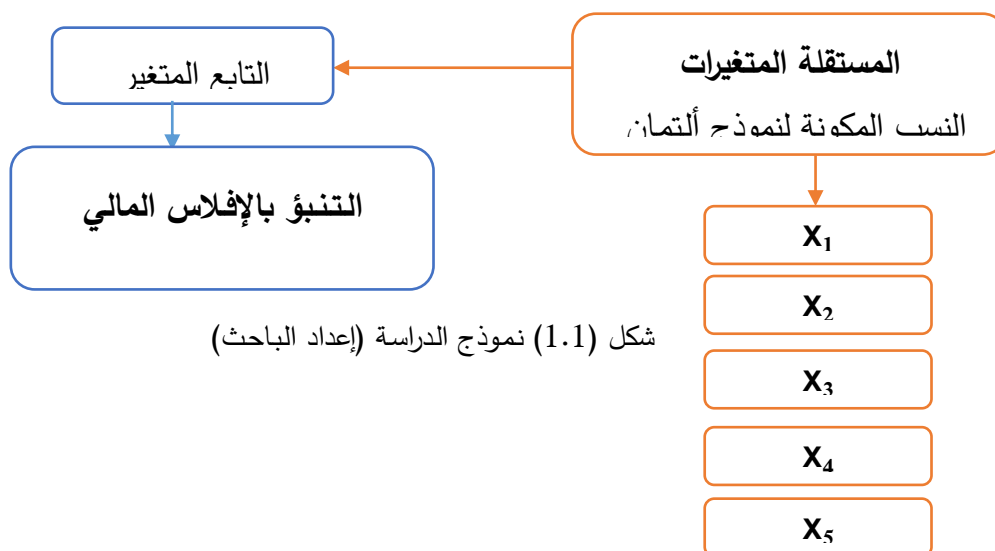
تحدد هذه الدراسة بالحدود التالية:

الحدود الموضوعية: تقتصر الدراسة على تحليل دور المؤشرات المالية في التنبؤ بالإفلاس المالي في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مع التركيز على نموذج ألتمان.
الحدود المكانية: تشمل الدراسة الشركات المدرجة في بورصة فلسطين - مؤشر القدس في مختلف القطاعات الاقتصادية.

الحدود الزمانية: سيتم تحليل البيانات المالية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين للفترة من 2019 إلى 2024، وذلك لضمان حداثة البيانات وتغطية فترة زمنية كافية للتحليل.
الحدود البشرية: تستهدف الدراسة المديرين الماليين والمستثمرين والمحللين الماليين المهتمين بالشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

1.9 نموذج الدراسة

لاحقاً لإشكالية الدراسة وأسئلتها وفرضياتها، واعتماداً على الدراسات السابقة والأدب النظري (إسماعيل وآخرون، 2021؛ الرفاعي، 2017) الذي تم الاطلاع عليه من قبل الباحث، تم تحديد متغيرات الدراسة المستقلة والتابعة وفقاً للنموذج المبين في الشكل (1.1) التالي:



شكل (1.1) نموذج الدراسة (إعداد الباحث)

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

2.1 تمهيد

يشكل الإفلاس المالي ظاهرة اقتصادية بالغة الأهمية تؤثر على مختلف القطاعات الاقتصادية وتترك آثاراً سلبية على مستوى الاقتصاد الكلي والجزئي. ويهدف هذا الفصل إلى توفير إطار نظري شامل حول مفهوم الإفلاس المالي وما يرتبط به من مفاهيم ومصطلحات. كما يسعى إلى استعراض المراحل المختلفة التي تمر بها المنشآت المالية قبل الوصول إلى حالة الإفلاس، والأسباب المتنوعة التي قد تقود إليه، والمظاهر التي يمكن من خلالها التعرف على وجود مؤشرات للإفلاس المالي. ويتطرق الفصل أيضاً إلى أهمية التنبؤ بالإفلاس المالي للأطراف المختلفة ذات العلاقة. كما يستعرض التحليل المالي كأداة أساسية في كشف مؤشرات الإفلاس من حيث المفهوم والأغراض والمقومات وأساليب التحليل المالي المستخدمة، مركزاً على تحليل النسب والمؤشرات المالية. ويناقش الفصل أبرز نماذج التنبؤ بالإفلاس المالي التي طورها الباحثون في هذا المجال، ويلقي الضوء على نشأة بورصة فلسطين كسياق للدراسة الحالية. ويختتم الفصل باستعراض أهم الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة، مما يسهم في تكوين خلفية معرفية متكاملة حول موضوع الإفلاس المالي.

2.2 المبحث الأول: الإفلاس المالي والمفاهيم المرتبطة به

تعاني منشآت الأعمال اثناء فترة تشغيلها من ظروف غير عادية سواء كانت داخلية أو خارجية مما يعرضها الى الدخول في ازمات اقتصادية وحدوث خسائر متكررة ويصل بها الحال الى التخلي عن جزء كبير من استثماراتها والتعثر عن سداد التزاماتها وتكون أقرب الى اعلان افلاسها وتصفيتهما.

2.2.1 تعريف الإفلاس المالي:

يعد الإفلاس المالي حالة قانونية تعبر عن عجز المنشأة عن سداد التزاماتها المستحقة، أي أن التدفقات النقدية للمنشأة غير كافية لتغطية التزاماتها الجارية. وتختلف التشريعات والقوانين المنظمة للإفلاس من دولة لأخرى، إلا أنها تتفق في جوهرها على أن الإفلاس هو حالة من عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات المالية عند استحقاقها (كيوص، 2018: ص20).

من جهة أخرى قام المجلس الدولي لمعايير المراجعة والتأكيد (IASB) بإصدار المعيار الدولي للمراجعة رقم (122, ISA) الخاص بفرض الاستمرارية، ويهدف إلى توفير إرشادات حول مسئولية مدقق الحسابات عند مراجعة البيانات المالية ووضع مجموعة من المؤشرات التي تساعد مدقق الحسابات على اكتشاف حالات الشك باستمرارية الشركة، ومن هذه المؤشرات: زيادة المطلوبات المتداولة على الموجودات المتداولة، وعدم إمكانية سداد القروض أو جدولتها، وظهور النسب المالية بشكل سلبي، وتأخير توزيعات الأرباح أو توقفها، وعدم القدرة على سداد استحقاقات الدائنين، وعدم القدرة على تطوير منتجات جديدة أو استثمارات ضرورية (زبدة، 2021: ص10).

تعريف الإفلاس في القانون الفلسطيني:

المادة (316) و(317) من قانون التجارة رقم (12) لسنة 1966م ساري النفاذ في الضفة الغربية: يعتبر في حالة الإفلاس كل تاجر يتوقف عن دفع ديونه التجارية، وكل تاجر لا يدعم الثقة المالية به إلا بوسائل يظهر بجلاء أنها غير مشروعة.

شهر الإفلاس (وهيبة، 2020).

1- يشهر الإفلاس بحكم من محكمة البداية التي يوجد في منطقتها المركز الرئيسي للمؤسسة التجارية.

2- ويكون هذا الحكم معجل التنفيذ.

3- وإذا قضت عدة محاكم في آن واحد بشهر إفلاس التاجر نفسه يصار إلى تعيين المرجع.

4- المحكمة التي شهرت الإفلاس تكون ذات اختصاص لرؤية جميع الدعاوى التي يكون منشأها القواعد المختصة بالإفلاس.

المفاهيم المتشابهة للإفلاس المالي

يتوافق مفهوم الإفلاس المالي مع عدد من المصطلحات التي تشابه في التعبير عن وضعية المؤسسة التي تواجه خطر الإفلاس والتصفية، حيث سنقوم بتقديم أهم هذه المصطلحات (بشينة وآخرون، 2022).

1. الفشل المالي

يستخدم للإشارة إلى المرحلة التي تسبق لحظة إعلان الإفلاس، وانتهاء حياة المؤسسة (الحموي، 2016: ص28).

يعرّف الفشل المالي على أنه عدم قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها المالية مما يؤدي إلى إعلان أو تأكيد الإفلاس القانوني لها (شيباني، 2017). فيما عرّفه أبو زر (2021: ص20) بأنه "وصول المنشأة إلى مرحلة يصعب عليها تصويب أوضاعها نتيجة تراكم الالتزامات وبيع جزء كبير من أصولها حيث تكون قيمتها السوقية سالبة يقودها ذلك إلى التصفية والإفلاس. كما أنه هو عجز عوائدها عن تغطية التكاليف والتي من ضمنها تكلفة تمويل رأس المال وعدم قدرة الإدارة على تحقيق العائد على رأس المال المستثمر بما يتناسب والمخاطر المتوقعة لتلك الاستثمارات (معمر، 2020)".

أسباب الفشل المالي

وتتلخص في أسباب داخلية وأخرى خارجية نذكرها تباعاً: (رحيش وشنوف، 2020)

الأسباب الداخلية: وتتمثل في الأسباب التالية:

- سوء الإدارة وضعف الهيكل التمويلي والاستشاري، وعدم كفاية السياسات التشغيلية والاستثمارية والتمويلية المتبعة.
- قصور الرقابة الداخلية يظهر عادة في الهياكل التنظيمية المعقدة وسوء إدارة المخاطر.
- عدم استغلال الطاقة الإنتاجية بالكامل وضعف إنتاجية العامل بالساعة وإنتاجية الأصول.
- عدم العمل بنظام الجودة الشاملة إذ يؤدي إلى ارتفاع التكاليف وانخفاض الأرباح، وضعف القدرة على التنافس والاستمرار في السوق.
- ضعف القرارات الاستراتيجية، بالإضافة إلى عدم إدراك أهداف الشركة والتوسع غير المنطقي من حيث المنتجات والأسواق الجديدة.
- مجالس إدارة غير فعالة وعدم حيادية في مواقفها وآرائها.
- فقدان سوق رئيسي أو حق امتياز أو ترخيص أو مورد رئيسي.

الأسباب الخارجية: أما فيما يخص الأسباب الخارجية للفشل المالي فهي كما يلي:

التقادم التكنولوجي، الركود الاقتصادي، المنافسة المفرطة، رفع قيود ومحددات الصناعة، تغير أسعار الفائدة وقلة تشجيع الاستثمار والتسهيلات الحكومية.

مراحل الفشل المالي:

1. مرحلة النشوء: من المعلوم أن المؤسسة لا تصبح متدهورة فجأة أو بصورة غير متوقعة، وإنما توجد بعض المؤشرات التي تنبئ بوجود اختلالات من قبل الإدارة تتمثل في زيادة التكاليف غير المباشرة وتزايد المنافسة ونقص التسهيلات الائتمانية وتزايد الأعباء وضعف رأس المال وغالباً ما تحدث خسارة في هذه المرحلة، حيث يكون عائد الأصول أقل من النسب المعتادة للمؤسسة، ويفضل أن تكتشف المشكلة في هذه المرحلة حيث أن إعادة التخطيط تكون أكثر فاعلية (وهيبة، 2020: ص214).

2. مرحلة الضعف المالي (عجز السيولة): تحدث هذه المرحلة عندما تلاحظ الإدارة حدوث تعثر مالي، ويكون ذلك عندما تواجه المؤسسة عدم القدرة على مواجهة احتياجاتها النقدية الفورية، وفي هذه المرحلة تكون أصول المنشأة أكبر من التزاماتها، ولكن تكمن المشكلة في صعوبة تحويل تلك الأصول إلى سيولة نقدية لتغطية الديون المستحقة، وربما تستمر هذه المرحلة لعدة شهور، ولمعالجة هذا الضعف المالي يمكن للمؤسسة اللجوء إلى اقتراض أموال كافية لتغطية احتياجاتها النقدية، ويمكن لإدارة المنشأة القيام بإعادة الهيكلة الداخلية وإعادة تنظيم مهامها ومسؤولياتها قد يساعد في الحد من هذه الظاهرة وخاصة في هذه المرحلة (شيباني، 2017؛ أبو زر، 2021: 222).

3. مرحلة التدهور المالي (الإعسار المالي):

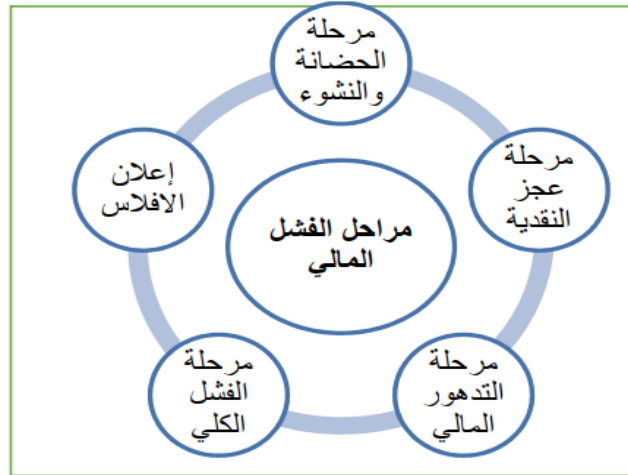
تعكس هذه المرحلة عدم قدرة المنشأة على الحصول على الأموال الضرورية واللازمة لتغطية ديونها المستحقة، وهذه المرحلة يمكن معالجتها، ولكن تأخذ معالجة التدهور فترة طويلة من الزمن، بحيث يتم إجراء تعديلات في السياسات المالية في المنشأة أو تغييرات في إدارة المنشأة، أو العمل على إصدار أسهم إضافية، أما المنشآت التي لا تستطيع إجراء المعالجة اللازمة في الوقت المناسب، فتنقل إلى المرحلة الرابعة وهي مرحلة الإعسار الكلي (آدم، 2016: ص219).

4. مرحلة الفشل الكلي (الإعسار الكلي):

تعتبر هذه المرحلة نقطة حرجية في فشل المؤسسات فلا يمكن للمؤسسة تجنب الاعتراف بالفشل حيث تنتهي كل محاولات الإدارة للحصول على تمويلات إضافية، وفي هذه المرحلة تتجاوز الالتزامات الكلية قيمة الموجودات للوحدة ويصبح الفشل الكلي والإفلاس محققاً بالخطوات القانونية.

5. مرحلة إعلان أو تأكيد الإفلاس:

تتم عندما تؤخذ الإجراءات القانونية لحماية حقوق الدائنين، وبذلك يجري الإعلان عن إفلاس المنشأة أي بمعنى تصفية المنشأة، وهي المرحلة النهائية وبذلك تكون المنشأة قد وصلت إلى مرحلة الفشل.



الشكل (2.1): مراحل الفشل

المصدر: أبو زر، 2021.

التعثر المالي

التعثر المالي مرحلة سابقة لمرحلة الفشل المالي، وقد لا يؤدي التعثر للوصول لمرحلة الفشل المالي، وتستند هذه التفرقة إلى أن التعثر المالي هو التوقف عن سداد الالتزامات في مواعيد استحقاقها بالرغم من امتلاكها لأصول ثابتة يصعب تحويلها إلى سيولة تمكنها من سداد دينها، ولكن تكمن مشكلتها في النقص الحاد بالسيولة وبالتالي العجز عن سداد ديونها قصيرة الأجل، ولا يعد التعثر نتيجة فورية أو لحظية بل هو مجموعة من الأعمال والممارسات المتراكمة التي ترجع إلى العديد من العوامل والأسباب التي تتفاعل مع بعضها لتشكل بمرور الوقت أزمة كبيرة، وتقلل من مقدرة الشركة على سداد ديونها وخدمة التزاماتها القائمة لتحصل على تسهيلات والتزامات جديدة (الرفاعي، 2017: ص30؛ بخيت، 2015: 197).

ويمكن اعتبار الشركات الفاشلة بأنها الشركات التي تواجه عسراً مالياً حقيقياً أو تم تطبيق أي إجراء قانوني إلزامي عليها مثل الاستحواذ والاندماج أو حتى التصفية (الرفاعي، 2017: ص35).

المؤشرات الملموسة للتعثّر

أما بالنسبة للمؤشرات الملموسة فإن أهم من تطرق لها هي لجنة الاستثمار للأوراق المالية الأسترالية ASIC (2016):

1. ضعف الإجراءات المحاسبية وبعدها عن المعايير الدولية.
2. غياب الخطط المالية والموازنات.
3. ديون متراكمة (اجمالي المطلوبات أكبر من اجمالي الموجودات)
4. العجز عن دفع فوائد البنوك.
5. ديون معلقة لمدة تزيد عن 90 يوم.
6. ديون وقضايا عالقة.

الإجراءات الوقائية للحد من فشل الشركات

يرى (Mbat & Eyo, 2013) أنه يجب الاستفادة من خبرات الشركات الفاشلة ودراسة اسباب فشل هذه الشركات للحد من تعرض الشركات القائمة لهذه الظاهرة ويجب على الادارة الفعالة استخدام الإجراءات التي اثبتت فعاليتها والتي تم استخدامها وتجربتها وأثبتت نجاحها على ارض الواقع لتقادي ظاهرة فشل الشركات وتتلخص الاجراءات في:

- ان يتم النظر في جميع مناطق العمليات ليتم تقييم الكفاءة لهذه العمليات. وتشمل المجالات التالية: تدريب وتطوير الموظفين. ويعد من الامور المهمة ليتم تقييم عمل كل موظف مقارنة بما يتوقع منهم لزيادة الكفاءة والإنتاجية.
- تعزيز العمليات والقدرة الانتاجية وتطبيق الهيكل المالي المناسب، وزيادة مستوى التنافسية لتكون مميزة في السوق.
- الإدارة الفعالة لتسويق المنتجات.

ويجب على الادارة الجيدة ان تدرك ان الاطلاع والسيطرة على العوامل المهمة مثل سعر السلع، وكمية المبيعات، وحجم السوق، والحصة المسيطر عليها من السوق هي التي تضمن لها النجاح في تحقيق اهدافها وغاياتها (الرفاعي، 2017: ص39).

2.3 التنبؤ بالفشل المالي

التنبؤ المالي هو مجموعة التقديرات والقياسات التي يصنعها الفرد أو المؤسسة والمتعلقة بالأحداث والظروف المستقبلية بهدف الاعداد لمواجهة الظروف التي توقعها، وذلك عن طريق الخطط والسياسات اللازمة للتعامل مع هذه الظروف (بن ناصر وبوفل، 2022: ص8).

والتنبؤ بالفشل المالي وخاصة في مراحله الأولى يوفر الكثير من المزايا الإيجابية للأطراف ذات العلاقة بالمنشأة، حيث اكتشاف بداية الفشل في الوقت المناسب يجنب الشركة الوقوع في الإفلاس والتصفية، وتتبع أهمية التنبؤ بالفشل المالي بما يشكله من أهمية كبيرة للجهات الآتية: (أبو شهاب، 2018).

- 1- الإدارة: يساعد الإدارة على القدرة على التعامل مع مظاهر الفشل المالي والتعامل مع أسبابها واتخاذ الإجراءات الوقائية والتصحيحية الضرورية لإنقاذ المنشأة في الوقت المناسب والملائم.
- 2- المقرضون: يساعد على تقدير نجاح المنشآت التي يقومون بإقراضها والاطمئنان على سلامة استرداد أموالهم الممنوحة أو المتوقع منحها، مما يؤثر على ثقة المقرضين بالمنشأة وإدارتها.
- 3- المستثمرون: يهتم المستثمرون بالتنبؤ بالفشل المالي من أجل مساعدتهم في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المختلفة والمفاضلة بين مجموعة من البدائل المتوفرة، حيث يسعى المستثمرون بالعادة إلى الاستثمار في الشركات ذات المخاطر المتدنية ويتجنبوا الاستثمار في الشركات ذات المخاطر العالية.
- 4- البنوك: تهتم البنوك بالتنبؤ بالفشل المالي أو المعلومات المتوفرة عن الشركات وذلك كونها المقرض الأول والأخير لهذه الشركات حيث يساعد التنبؤ بالفشل المالي الشركات على تغيير شروط عقد الائتمان بما يناسبها ويضمن استرداد أموالها فضلاً عن إمكانية توفير تقديم الاستشارات الضرورية والنصح للشركات المتعثرة لمعالجة المشاكل القائمة.
- 5- الجهات الحكومية: لتتمكن من تأدية وظيفتها الرقابية على المؤسسات العاملة في الاقتصاد حفاظاً على سلامته.
- 6- العاملون بالمنشأة: بهدف اشعارهم بالأمن والرضى الوظيفي بما يحقق لهم الاستمرار بأعمالهم وتقييم نظام التقاعد ومنافع ما بعد الخدمة التي يمكن للمنشأة أن تقدمها لهم.

2.4 التحليل المالي

2.4.1 مفهوم التحليل المالي

مع تزايد الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في تسيير عجلة الاقتصاد، ومن ثم تزايد أهمية توفير عنصر الشفافية لهذه الأسواق، تتزايد تبعاً لذلك أهمية التحليل المالي، باعتباره علماً يوفر للمتعاملين في هذه الأسواق سواء كانوا مستثمرين أم مقرضين أدوات ومؤشرات كمية يبنون عليها قراراتهم، فالمستثمرين بحاجة إلى تقييم أداء الشركات التي يتعاملون بأسهمها، ومؤسسات الإقراض هم بحاجة أكثر إلى المؤشرات والأدوات المناسبة لتقييم مخاطر الائتمان التي تحيط بقدرة الغير على تسديد القروض (مطر، 2016: ص3).

وقد عرف أبو زر (2021: ص31) التحليل المالي على أنه "استخدام ومعالجة البيانات المتاحة من أجل الوصول إلى معلومات تعبر عن حقيقة وضع المنشأة، بحيث يمكن استخدام هذه المعلومات من قبل الجهات المسؤولة في تقييم الأداء واتخاذ القرارات المناسبة التي تخدم مصلحة المنشأة، كما يمكن الاستفادة من هذه المعلومات من قبل أطراف خارجية من مستثمرين ومقرضين".

2.4.2 أساليب وأنواع التحليل المالي

يستخدم المحللون الماليون نوعين من التحليل المالي، الأول يسمى تحليل الاتجاهات أو التحليل الأفقي، وهو يعني بدراسة النسب المالية لشركة معينة عبر عدد من السنوات، والثاني يسمى التحليل المالي بالنسب، وهو يهتم بدراسة العلاقة بين البنود المترابطة في القوائم المالية، ليعبر عنها بطريقة إحصائية (الشيخ، 2008: ص5).

2.4.3 نماذج التنبؤ بالفشل المالي (التعثر)

استخدم الباحثون العديد من الأساليب الإحصائية والرياضية لبناء نماذج للتنبؤ بتعثر وفشل الشركات، ويعتبر من أهم هذه الأساليب الإحصائية التي اعتمد الباحثين عليها لبناء نماذج التنبؤ بالتعثر والفشل ما يلي:

1. نموذج بيفر (Beaver):

سمي هذا النموذج باسم صاحب فكرة وضع نموذج لقياس الفشل في الشركات في عام 1966، فقد توصل إلى نموذج من خلال دراسة 30 نسبة مالية لـ 79 شركة غير ناجحة، ومقارنتها بالنسبة نفسها لـ 79 شركة ناجحة في العام 1959، فوضح أن مشاكل إفلاس الشركات ترجع إلى التخلف عن دفع السندات، أو سحبات بنكية زائدة، أو عدم دفع ربح الأسهم الممتازة. واستخدم أسلوب التحليل الأحادي لخمس سنوات متتالية، وقد تكون نموذجه المقترح بصورته النهائية من خمس نسب مالية وهي: نسبة التدفق النقدي إلى الدين الكلي، ونسبة صافي الدخل إلى إجمالي الأصول، ونسبة إجمالي الديون إلى الأصول الكلية، ونسبة رأس المال التشغيلي إلى الأصول الكلية، ونسبة التداول (زيدة، 2021؛ كيوص، 2018).

2. نموذج ألتمان (Altman Z-score):

طور ألتمان نموذجه (Z- prime score) مستخدماً النسب المالية ومعتمداً على التحليل التمييزي المتعدد، واستطاع من خلال هذا النموذج أن يميز بين الشركات الناجحة وغير الناجحة في قطاع الصناعة، ويتكون النموذج من خمس نسب مالية مجتمعة، واستطاع التوصل إليها من خلال تطويره لـ 30 نسبة مالية، والنموذج كان بشكله النهائي مكوناً من خمس نسب مالية هي: نسبة الأرباح قبل

الفوائد والضرائب، ونسبة مجموع الأصول وصافي رأس المال العامل، ونسبة مجموع الأصول والمبيعات، ونسبة مجموع الأصول والقيمة السوقية للأسهم، ونسبة القيمة الدفترية للدين والأرباح المحتجزة المتراكمة. ويستخدم هذا النموذج للشركات الصناعية العامة فقط، لهذا قام في مرحلة متقدمة باقتراح نموذج للشركات غير الصناعية (Z-Duble prime score) (عابد، 2020؛ أبو زر، 2021). في هذا النموذج تم إزالة المتغير X5 (المبيعات / إجمالي الأصول) أو تعديله، وتم إعادة وزن المتغيرات الأخرى. الهدف من هذا التعديل هو معالجة الاختلافات الهيكلية في الشركات غير الصناعية والأسواق الناشئة التي قد لا تتناسب مع الافتراضات الأصلية لنموذج Z-score.

ويمكن ملاحظة أن النسب التي اعتمدها هذا النموذج تتناول أهم الأبعاد المالية التي يجب دراستها في الشركة، وهي (السيولة، الربحية، السوق، النشاط). وذلك لأن هذه النسب ذات تأثير على قياس مدى الفشل المالي للمؤسسات المالية.

3. نموذج شيرورد (Sherrord):

يمتاز هذا النموذج باستخدامه أداة لتقويم مخاطر الائتمان عند منح القروض المصرفية على جانب دوره في التنبؤ بإمكانية استمرارية المنشأة، ويعتمد هذا النموذج على ست نسب مالية رئيسية، لكل منها وزن مختلف عن الأخرى وهي: نسبة صافي رأس المال العامل إلى مجموع الأصول، ونسبة الأصول النقدية إلى مجموع الأصول، ونسبة حقوق المساهمين إلى مجموع الأصول، ونسبة صافي الربح قبل الضريبة إلى مجموع الأصول، ونسبة مجموع الأصول إلى مجموع الخصوم، وأخيراً نسبة حقوق المساهمين إلى الأصول الثابتة. ويصنف هذا النموذج القروض حسب درجة مخاطرها إلى خمس فئات رئيسية (نور وآخرون، 2008: ص182).

4. نموذج كدا (Kida 1981):

يعتمد هذا النموذج أيضاً على خمس نسب مالية هي: نسبة صافي الربح إلى مجموع الأصول، ونسبة حقوق المساهمين إلى مجموع الخصوم، ونسبة الأصول النقدية إلى الخصوم المتداولة، ونسبة المبيعات إلى مجموع الأصول، ونسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول. وحسب هذا النموذج فإنه إذا كانت نتيجة (Z) موجبة فتكون المنشأة في حالة أمان، أما إذا كانت النتيجة سالبة فتكون احتمالات الفشل مرتفعة.

5. نماذج أخرى

توجد نماذج أخرى بحثت في الموضوع نفسه، نذكر منها: دراسة (Deakin, 1972)، ودراسة (Argenti, 1976)، ودراسة (Ohlson, 1980)، ودراسة (Casey, 1986)، ودراسة (Campbell, 1993)، وقد اهتمت جميع هذه الدراسات بموضوع الفشل المالي (مجد وآخرون، 2008).

2.4.3 مقارنة نماذج التنبؤ بالفشل المالي وتبرير اختيار نموذج ألتمان

نقدم فيما يلي مفاضلة بين النماذج المختلفة وتوضيح الأسباب التي دفعت الباحث إلى اعتماد نموذج ألتمان في الدراسة الحالية.

توجد العديد من النماذج المستخدمة للتنبؤ بالفشل المالي، وكل منها يعتمد على منهجيات ومتغيرات مختلفة. من أبرز هذه النماذج:

1. نموذج ألتمان (Altman Z-score):

* **المنهجية:** يعتمد على التحليل التمييزي ويستخدم مجموعة من النسب المالية (السيولة، الربحية، الملاءة، النشاط، السوق) لإنتاج درجة واحدة (Z-score) تشير إلى احتمالية الإفلاس.

* المزايا:

- سهولة التطبيق والتفسير.
- دقة تنبؤية عالية تاريخياً، خاصة في بيئته الأصلية (الشركات الصناعية الأمريكية المدرجة).
- تم تطويره وتعديله ليشمل أنواعاً مختلفة من الشركات (خاصة، غير صناعية) والأسواق الناشئة.
- يستخدم على نطاق واسع في الأبحاث الأكاديمية والتطبيق العملي.

* العيوب:

- قد لا يكون دقيقاً بنفس القدر في بيئات اقتصادية مختلفة أو قطاعات صناعية محددة دون تعديل.
- يعتمد على بيانات تاريخية وقد لا يعكس التغيرات السريعة في الظروف الاقتصادية.
- يفترض علاقة خطية بين المتغيرات والنتيجة.

2. نموذج سبرينجيت (Springate Model):

* **المنهجية:** يعتمد أيضا على التحليل التمييزي المتعدد ويستخدم أربعة نسب مالية للتنبؤ بالفشل المالي.

* **المزايا:** بسيط وسهل التطبيق.

* **العيوب:** قد تكون دقته أقل مقارنة بنماذج أخرى أكثر تعقيداً أو تتضمن متغيرات أكثر شمولاً.

3. نموذج بيفر (Beaver Model)

يُعتبر نموذج بيفر، الذي قدمه ويليام بيفر في عام 1966، أحد الرواد في مجال التنبؤ بالفشل المالي. جاء هذا النموذج نتيجة لدراسة معمقة هدفت إلى تحديد المؤشرات المالية القادرة على التمييز بين الشركات الناجحة وتلك المعرضة للفشل. اعتمد بيفر في دراسته على تحليل 30 نسبة مالية لـ 79 شركة غير ناجحة، وقارنها بالنتائج نفسها لـ 79 شركة ناجحة خلال عام 1959. توصل بيفر إلى أن مشاكل إفلاس الشركات غالباً ما ترتبط بعدم القدرة على الوفاء بالالتزامات المالية، مثل التخلف عن دفع السندات، أو تجاوز السحوبات البنكية المسموح بها، أو عدم دفع أرباح الأسهم الممتازة.

استخدم بيفر أسلوب التحليل الأحادي (Univariate Analysis) على مدى خمس سنوات متتالية، مما سمح له بتحديد النسب الأكثر فعالية في التنبؤ. وقد تبلور نموذجه المقترح في صورته النهائية من خمس نسب مالية رئيسية، وهي:

• نسبة التدفق النقدي إلى الدين الكلي: تقيس قدرة الشركة على توليد النقد لتغطية إجمالي ديونها، مما يعكس مرونتها المالية.

• نسبة صافي الدخل إلى إجمالي الأصول: تُعرف أيضاً بالعائد على الأصول ((ROA)، وتقيس كفاءة الشركة في استخدام أصولها لتوليد الأرباح.

• نسبة إجمالي الديون إلى الأصول الكلية: تُعد مؤشراً على الرافعة المالية للشركة ومدى اعتمادها على التمويل الخارجي.

• نسبة رأس المال التشغيلي إلى الأصول الكلية: تعكس قدرة الشركة على تمويل عملياتها الجارية من أصولها المتداولة بعد خصم الالتزامات المتداولة.

• نسبة التداول: تقيس قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل باستخدام أصولها المتداولة.

يُشير بيفر إلى أن هذه النسب، عند تحليلها بشكل فردي، توفر مؤشرات قوية على احتمالية الفشل المالي، مما يجعله نموذجاً بسيطاً وفعالاً في تطبيقاته الأولية (زبدة، 2021؛ كيوص، 2018).

2. نموذج شيرورد (Sherrord Model)

يتميز نموذج شيرورد بتركيزه على تقويم مخاطر الائتمان، بالإضافة إلى دوره في التنبؤ باستمرارية المنشأة. يُعد هذا النموذج أداة قيمة للمؤسسات المصرفية عند اتخاذ قرارات منح القروض، حيث يوفر تقييماً شاملاً للمخاطر المرتبطة بالعميل. يعتمد نموذج شيرورد على ست نسب مالية رئيسية، لكل منها وزن مختلف يعكس أهميتها النسبية في التنبؤ، وهي:

• نسبة صافي رأس المال العامل إلى مجموع الأصول: تقيس مدى توفر رأس المال العامل لتمويل العمليات التشغيلية مقارنة بحجم الأصول الكلي.

• نسبة الأصول النقدية إلى مجموع الأصول: تعكس السيولة الفورية للشركة وقدرتها على الوفاء بالالتزامات العاجلة.

• نسبة حقوق المساهمين إلى مجموع الأصول: تُظهر مدى مساهمة حقوق الملكية في تمويل أصول الشركة، مما يعكس قوة هيكلها المالي.

• نسبة صافي الربح قبل الضريبة إلى مجموع الأصول: تقيس كفاءة الأصول في توليد الأرباح قبل احتساب أثر الضريبة.

• نسبة مجموع الأصول إلى مجموع الخصوم: تُعد مؤشراً على الملاءة المالية للشركة وقدرتها على تغطية التزاماتها بإجمالي أصولها.

• نسبة حقوق المساهمين إلى الأصول الثابتة: تقيس مدى تمويل الأصول الثابتة من حقوق الملكية، مما يعكس استقرار التمويل طويل الأجل.

يُصنف هذا النموذج القروض حسب درجة مخاطرها إلى خمس فئات رئيسية، مما يوفر إطاراً واضحاً للمقرضين لتقييم المخاطر وتحديد شروط الإقراض المناسبة (نور وآخرون، 2008: ص182). هذا التصنيف يجعله أداة عملية في إدارة المحافظ الائتمانية.

3. نموذج كيدا (Kida Model 1981)

يُعد نموذج كيدا، الذي قدمه في عام 1981، أحد النماذج التي تعتمد على مجموعة من النسب المالية للتنبؤ بالضائقة المالية. يتميز هذا النموذج ببساطته ووضوحه في تفسير النتائج، حيث يعتمد على خمس نسب مالية رئيسية، وهي:

• نسبة صافي الربح إلى مجموع الأصول: تقيس كفاءة الشركة في تحقيق الأرباح من استخدام أصولها.

•نسبة حقوق المساهمين إلى مجموع الخصوم: تُظهر مدى اعتماد الشركة على حقوق الملكية مقارنة بالديون في تمويل عملياتها.

•نسبة الأصول النقدية إلى الخصوم المتداولة: تقيس قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل باستخدام أصولها الأكثر سيولة.

•نسبة المبيعات إلى مجموع الأصول: تُعرف أيضًا بمعدل دوران الأصول، وتقيس كفاءة الشركة في توليد المبيعات من أصولها.

•نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول: تعكس هيكل أصول الشركة ومدى تركيزها على الأصول طويلة الأجل.

وفقًا لنموذج كيدا، يتم حساب درجة (Z) لشركة، وتُفسر النتيجة بناءً على إشارتها: إذا كانت نتيجة (Z) موجبة، فهذا يشير إلى أن المنشأة في حالة أمان مالي، مما يعني أن احتمالات الفشل منخفضة. أما إذا كانت النتيجة سالبة، فهذا يدل على أن احتمالات الفشل مرتفعة، مما يستدعي الانتباه واتخاذ إجراءات تصحيحية. هذه البساطة في التفسير تجعل نموذج كيدا سهل الاستخدام للمحللين والمديرين.

2.4.4 تبرير اختيار نموذج ألتمان في الدراسة الحالية:

على الرغم من وجود نماذج أخرى، فإن اختيار نموذج ألتمان **Z-score** في هذه الدراسة يمكن تبريره لعدة أسباب:

- النشأة والاعتراف: نموذج ألتمان هو أحد أكثر النماذج شهرة واستخداما في مجال التنبؤ بالإفلاس المالي على مستوى العالم، هذا يسهل مقارنة النتائج مع دراسات سابقة ويضيف مصداقية للدراسة.
- المرونة والتعديلات: كما ذكر سابقا، تم تطوير النموذج وتعديله ليتناسب مع أنواع مختلفة من الشركات والبيئات الاقتصادية، بما في ذلك الأسواق الناشئة. هذا يجعله مرشحا قويا للتطبيق على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الشمولية النسبية: يجمع النموذج بين نسب مالية من فئات مختلفة (سيولة، ربحية، نشاط، ملاءة، سوق) مما يوفر رؤية شاملة للوضع المالي للشركة.
- سهولة التفسير: على الرغم من كونه نموذجاً متعدد المتغيرات، إلا أن النتيجة النهائية سهلة التفسير وتصنيف الشركات إلى مناطق آمنة، رمادية، أو معرضة للإفلاس.
- الدراسات السابقة: العديد من الدراسات السابقة في المنطقة العربية والأسواق الناشئة استخدمت نموذج ألتمان، مما يوفر أساساً للمقارنة ويشير إلى مدى ملاءمته لهذه البيئات.

2.4 بورصة فلسطين: النشأة، القطاعات، والأداء المالي

تعد بورصة فلسطين من المؤسسات المالية المهمة في الاقتصاد الفلسطيني، حيث تمثل سوقاً منظماً لتداول الأوراق المالية وتوفر بيئة استثمارية آمنة وشفافة للمستثمرين. تلعب البورصة دوراً محورياً في تعزيز الاقتصاد الوطني من خلال تسهيل عمليات التمويل للشركات وتوفير قنوات استثمارية متنوعة للمستثمرين المحليين والدوليين.

2.5.1 القطاعات والمؤشرات في بورصة فلسطين

تضم بورصة فلسطين عدة قطاعات رئيسية، ويعتبر قطاع البنوك والخدمات المالية من أهم القطاعات، حيث بلغت قيمته السوقية حوالي (1.3) مليار دولار أمريكي في عام 2022. وتشير البيانات إلى أن القيمة السوقية الإجمالية لبورصة فلسطين تقارب (5) مليارات دولار أمريكي (بورصة فلسطين، 2022). التقرير السنوي 2021. <https://www.pex.ps/media/1134/annual-report-2021-ar.pdf> (وقد شهدت البورصة تنامياً ملحوظاً في قطاع المالية الإسلامية، إذ وصل عدد المؤسسات المالية الإسلامية إلى (5) مؤسسات، منها (3) مصارف إسلامية.

يعد مؤشر القدس الرئيسي المقياس العام لأداء السوق، بينما يوجد مؤشر القدس الإسلامي الذي يضم (15) شركة بقيمة سوقية تناهز (850) مليون دولار (سلطة النقد الفلسطينية، 2023). تقرير الاستقرار المالي (2022) <https://www.pma.ps/ar/Statistics/Financial-Stability-Reports.2022> (وقد شهد هذا المؤشر تطوراً ملحوظاً مع إدراج المزيد من الشركات التي تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

مؤشر القدس الإسلامي: هو مؤشر أسهم أطلقته بورصة فلسطين (PEX) لقياس أداء الشركات المدرجة في البورصة والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، يأتي هذا المؤشر استجابة للطلب المتزايد على الاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في السوق الفلسطيني (هيئة رأس المال الفلسطينية، 2022).

ويضم المؤشر 13 شركة مدرجة بقيمة سوقية حوالي 781 مليون دولار من كافة قطاعات السوق. ومن شروط الإدراج في المؤشر الإسلامي أن تكون الشركات لها هيئة شرعية ذات قرارات ملزمة، أو أن تكون الشركات ذات نشاط متوافق مع الشريعة الإسلامية، أو أن تكون الشركات ذات نشاط مشترك وتوافق غاياتها الشريعة ولكن لديها أنشطة لا تتوافق مع الشريعة الإسلامية بشكل عرضي وذلك ضمن المعايير التالية: عدم تجاوز إجمالي المبالغ المقترضة بالفائدة نسبة 30% من مجموع الموجودات،

عدم تجاوز إجمالي المبالغ المستثمرة/ المودعة بالفائدة نسبة 30% من مجموع الموجودات، عدم تجاوز الإيرادات غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية نسبة 5% من مجموع الإيرادات، وعدم تجاوز المصاريف غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية نسبة 5% من مجموع المصاريف. وبذلك، يستبعد من الإدراج بالمؤشر المصارف التقليدية التي تتسم بشايط لا يتوافق مع الشريعة الإسلامية من حيث الإقراض والإقتراض بالفائدة وشركات التأمين التقليدي وشركات التمويل التقليدي والشركات التي تتضمن غاياتها أنشطة تخالف المعيار الشرعي (21) للأوراق المالية من أسهم وسندات، بالإضافة إلى الشركات التي تعاني من التعثر أو الشك في استمراريته أو الموقوفة عن التداول أو بصدد إجراء اندماج أو ما شابه.

2.5.2 الأداء المالي والإحصائيات للشركات المدرجة في مؤشر القدس الإسلامي

ارتفع مؤشر القدس نهاية كانون الأول 2024 بحوالي 2.9% مقارنة بإغلاقه في نهاية أيلول من ذات العام، بعد سلسلة من التراجعات المستمرة خلال العام. وبالرغم من هذا التحسن، إلا أن مؤشر القدس حقق خسائر بحوالي 15.3 مقارنة بإغلاق العام 2023، إذ أغلق عند مستوى 498.3 نقطة مقارنة مع 588.7 نقطة في إغلاق العام 2023. وكان النصيب الأكبر من هذه التراجعات لقطاع البنوك والخدمات المالية الذي حقق مؤشره خسائر بواقع 23 نقطة، منخفضاً بنسبة 15.8% عن إغلاقه في نهاية العام 2023، تبعه مؤشر قطاع الخدمات الذي حقق خسائر بنسبة 14.3%، ومؤشر الاستثمار بنسبة 11.5%، كما تراجع كل من مؤشري قطاع التأمين والصناعة لتحقيق خسائر بمعدلات بلغت 4.5% و 2.7 على الترتيب (سلطة النقد، 2024)

أما على صعيد حجم التداول، فقد شهد العام 2024 انخفاضاً لافتاً، إذ تراجعت قيمة الأسهم المتداولة بحوالي 43%، لتبلغ 164 مليون دولار، كما انخفض عدد الأسهم المتداولة بحوالي 37%، لتبلغ حوالي 100 مليون سهم. وقد أدت هذه التطورات إلى انخفاض القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة بمعدل 11.8% على المستوى السنوي، لتبلغ 4.0 مليار دولار في نهاية العام 2024 (هيئة رأس المال، 2024).

2.5.3 أداء القطاعات في البورصة

تصدر قطاع الخدمات المرتبة الأولى من حيث الأرباح المحققة في عام 2021، حيث بلغت قيمة صافي الأرباح المحققة بعد الضريبة حوالي (92) مليون دولار، بارتفاع نسبته (56%) عن الفترة ذاتها من العام 2020 وجاء قطاع البنوك والخدمات المالية في المرتبة الثانية من حيث الأرباح المحققة،

مما يعكس متانة القطاع المصرفي الفلسطيني وأهميته في الاقتصاد المحلي (الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني). (2025). مسح الاستثمار الأجنبي في فلسطين 2024: النتائج الأساسية. رام الله - فلسطين.)

وفي إطار تطور القطاع المصرفي الإسلامي، شهدت بورصة فلسطين إدراج مصرف الصفا كثالث بنك إسلامي في عام 2022، وذلك تحت الرمز (SAFABANK) ويأتي هذا الإدراج استجابة لاحتياجات شريحة كبيرة من المهتمين في صناعة التمويل والخدمات المصرفية الإسلامية، الأمر الذي يعزز من تنوع الفرص الاستثمارية في السوق الفلسطيني.

التطورات والتحديات في البورصة

تسعى بورصة فلسطين إلى تطوير أنظمتها التقنية وتعزيز البنية التحتية اللازمة لزيادة كفاءة عمليات التداول. وقد شهد عام 2022 إطلاق نظام التداول ونظام مركز الإيداع والتحويل اللذين تم تطويرهما من قبل طاقم بورصة فلسطين ويمثل هذا التطوير خطوة مهمة نحو تحديث آليات التداول وزيادة جاذبية السوق المالي الفلسطيني (بورصة فلسطين، 2022).

كما تتجه تطلعات هيئة سوق رأس المال الفلسطينية نحو استحداث أدوات تمويلية جديدة كالصكوك الإسلامية وصقل التشريعات ومواءمتها لعمل صناعة الاستثمار المستندة إلى أحكام الشريعة الإسلامية، مثل صناديق الاستثمار الإسلامية وتهدف هذه المبادرات إلى تنويع المنتجات المالية المتاحة في السوق وجذب المزيد من الاستثمارات.

خاتمة

تمثل بورصة فلسطين محركاً أساسياً للنمو الاقتصادي في فلسطين، من خلال توفير منصة للشركات لجمع رأس المال وتمويل مشاريعها التوسعية. وقد أظهرت البورصة والشركات المدرجة فيها مرونة وقدرة على تحقيق النمو رغم التحديات الاقتصادية والسياسية. ويعكس النمو الملحوظ في الأرباح والقيمة السوقية للشركات المدرجة إمكانيات واعدة للسوق المالي الفلسطيني.

تستمر بورصة فلسطين في تطوير أنظمتها وتحديث بنيتها التحتية وتوسيع قاعدة الشركات المدرجة، بما يتناسب مع المعايير الدولية ويلبي احتياجات المستثمرين المحليين والدوليين. ومع استمرار الجهود لتعزيز الشفافية وكفاءة السوق، من المتوقع أن تلعب البورصة دوراً أكبر في تنمية الاقتصاد الفلسطيني في السنوات القادمة.

2.6 الدراسات السابقة

أولاً: الدراسات العربية

دراسة (جبور وخلفة، 2023) بعنوان: استخدام مؤشرات التحليل المالي في التنبؤ بالفشل المالي للمؤسسات الاقتصادية - دراسة حالة مؤسسة بن هلال عين تموشنت

هدفت الدراسة إلى إبراز الدور الذي يمكن أن تلعبه أدوات التحليل المالي في التنبؤ المبكر بالفشل المالي للمؤسسة الاقتصادية، بحيث تعرضت بالذكر في جانبها النظري لمختلف مؤشرات ونسب التحليل المالي وكذا أهم النماذج المستخدمة في التنبؤ بالفشل المالي.

أما الجانب التطبيقي للدراسة لحالة مؤسسة بن هلال المختصة في البناء، وذلك انطلاقاً من المؤشرات المالية والنسب المتحصل عليها بعد تحليل القوائم المالية لهذه المؤسسة للفترة الممتدة ما بين 2017-2020 وذلك باستخدام نموذج springate.

وقد خلصت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن هذا نموذج له قدرة على التمييز بين فشل واستمرارية المؤسسة، وأن المؤسسة محل الدراسة تتمتع بالتوازن المالي ولها وضعية مريحة، كما أنها غير مهددة بخطر الفشل ولها القدرة على الاستمرارية في نشاطها.

دراسة (عبادي وعبد الله، 2022). بعنوان: اختبار مؤشرات التنبؤ بالفشل المالي باستخدام نموذج Sherrord & Springate - دراسة تطبيقية في مصرف بغداد

هدفت الدراسة إلى التنبؤ بالفشل المالي باستخدام نموذجي Sherrod & Springate على مصرف بغداد في السنوات من 2015-2019. اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي لتحقيق اهداف الدراسة. وتوصل الباحث إلى أن نتائج قيمة (Z) المحتسبة وفق نموذج Sherrod فأنها كانت أقل من القيمة (25) طيلة سنوات الدراسة، أي أنها تقع في الفئة الثالثة والتي تعني صعوبة التنبؤ بمخاطر الإفلاس، أما قيمة (Z) المحتسبة وفق نموذج Springate فكانت متدنية لعموم سنوات الدراسة لأن قيمتها أقل من (0.862)، الأمر الذي يعني ان المصرف يمر بمشاكل مالية.

دراسة (بن ناصر، وبوفل، 2022). بعنوان: التنبؤ بالفشل المالي للشركات المدرجة في البورصة باعتماد نموذج كيدا-دراسة حالة عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر

هدفت هذه الدراسة لتطبيق نموذج كيدا على مجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، حيث شملت الدراسة عينة مكونة من أربع مؤسسات، تنتمي لقطاعات مختلفة للحكم على إمكانية تعرضها لخطر الفشل المالي خلال الفترة 2017-2019.

وجاءت نتائج الدراسة مؤكدة على أهمية تطبيق نموذج كيدا في التنبؤ بالفشل المالي، ولعل خير دليل على ذلك تنبؤه سنة 2019 باحتمال تعرض مؤسسة "أن سي أ" لخطر الفشل المالي، لتعلن هذه الأخيرة سنة 2020 تعرضها لمشاكل مالية كبيرة أدت بها لإعلان انسحابها من بورصة الجزائر، واستجاءها بشريك أجنبي.

دراسة (زبدة، 2021). بعنوان: التنبؤ بالفشل المالي باستخدام المؤشرات المالية- دراسة تطبيقية على شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين

هدفت هذه الدراسة إلى فحص إمكانية التنبؤ بفشل الشركات، وذلك من خلال تطوير نموذج رياضي مكون من مجموعة من النسب المالية، ومن أجل الوصول إلى نتائج علمية، تم استخدام التحليل الإحصائي باستخدام برنامج SPSS، وأخضعت البيانات المالية للشركات للتحليل التمييزي المتعدد، وذلك للأعوام المالية 2010-2017، التي تم جمعها وتصنيفها من التقارير المالية السنوية المنشورة لهذه الشركات، وتم تطبيق هذه الدراسة على شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين وعددها 10 شركات من أصل 48 شركة عامة مدرجة في بورصة فلسطين في جميع القطاعات، وقد توصل الباحث إلى نموذج رياضي مكون من ست نسب مالية يمكن تطبيقها للتنبؤ بفشل هذه الشركات في المستقبل، وكانت درجات دقة هذا النموذج المقترح 80% في السنة الأولى والثانية قبل الفشل، و100% في السنة الثالثة والرابعة قبل الفشل. ومن أهم ما توصلت إليه هذه الدراسة ضرورة تبني النماذج المختلفة من التنبؤ بالفشل وتطبيقها على الشركات المدرجة في السوق المالي بمختلف قطاعاته، وكذلك الاهتمام بدرجة كبيرة بتحليل نسب السيولة والربحية والنشاط، وأخيراً ضرورة تبني الشركات والأسواق المالية أساليب التحليل المختلفة، وتضمن هذه النتائج في التقارير النهائية السنوية التي تنشرها هذه الشركات.

دراسة (أبو زر، 2021) بعنوان: صدق استخدام نموذج تافلر بالتنبؤ بالفشل المالي في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين وبورصة عمان

هدفت هذه الدراسة إلى قياس صدق نموذج Taffler في التنبؤ بالفشل المالي والأداء المالي الجيد للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين وعمان، ولتحقيق ذلك اعتمد الباحث على المنهج الاختباري والمنهج الوصفي التحليلي من خلال تطبيق نموذج Taffler على عينة مكونة من 30 شركة فلسطينية وإردنية مدرجة في البورصة، بالاعتماد على بياناتها المالية المنشورة خلال الأعوام 2015-2019، منها 10 شركات أدائها المالي جيد حققت أرباحاً متتالية خلال تلك الفترة و10 شركات فاشلة حققت خسائر متتالية، و10 شركات أخرى حققت أرباحاً ثم خسائر.

ولوحظ أن نموذج Taffler استطاع التنبؤ بالأداء المالي الجيد لـ 7 شركات من أصل 10 شركات تضمنتها عينة الدراسة، أي ما نسبته 70%، في حين بلغ عدد الشركات التي تمكن نموذج Taffler التنبؤ بفشلها المالي 10 شركات من أصل 10، أي ما نسبته 100%، أما الشركات التي حققت في السنة الأولى أرباحاً والسنة الثانية خسائر فإن النموذج استطاع التنبؤ بالفشل المالي في السنة التالية لـ 9 شركات من أصل 10 شركات تضمنتها عينة الدراسة، أي ما نسبته 90%.

وقد أظهرت نتائج الدراسة أن النموذج نجح بشكل عام في التنبؤ بالفشل المالي والأداء المالي الجيد للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين وعمان، وقد وصلت نسبة صدق النموذج وتحققه إلى 87%، بينما بلغت نسبة عدم تحققه إلى 13%.

دراسة (إسماعيل، وآخرون، 2021) بعنوان: دراسة مقارنة للقدرة التنبؤية بالفشل المالي باستخدام نموذجي كيدا وألتمان-دراسة تطبيقية على البنوك

هدفت الدراسة إلى قياس القوة التنبؤية النسبية لنموذجي كيدا وألتمان عند استخدامهما في التنبؤ بالفشل المالي، وقياس مدى اتفاق أو اختلاف النموذجين في التمييز بين المصارف؛ من حيث الفشل المالي من عدمه. استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي من خلال تحليل القوائم المالية لمصارف عينة الدراسة البالغ عددها (7) مصارف خلال الفترة من 2013 إلى 2017م. توصلت الدراسة إلى أن لنموذجي كيدا وألتمان "القوة التنبؤية النسبية" قدرة على التنبؤ بالفشل المالي في المصارف المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، وأظهر نموذجا كيدا وألتمان نتائج متفقة في التمييز بين المصارف الفاشلة وغير الفاشلة، أوصت الدراسة بضرورة دراسة أسباب ضعف أداء مصارف عينة الدراسة بغرض اتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة لتحسين أدائها.

دراسة (هادي وناجي، 2019) بعنوان: التنبؤ بالفشل المالي باستخدام نموذج ألتمان - دراسة تطبيقية لعينة من شركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

هدفت الدراسة إلى بيان مفهوم التعثر المالي وكيف يمكن التنبؤ بالتعثر المالي وما هي القيمة السوقية والعوامل المؤثرة في القيمة السوقية، واستخدم في هذه الدراسة عينة مكونة من 22 شركة صناعية مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وقسمت إلى شركات ناجحة ومتعثرة، وقد توصلت الدراسة إلى إمكانية استخدام نموذج ألتمان في التنبؤ بالتعثر المالي وأنه لا يوجد علاقة بين مستويات التعثر المالي والقيمة السوقية للشركة، وقد أوصت الدراسة بضرورة تطوير الكفاءات الإدارية وزيادة الخبرات الفنية والإدارية والمالية، وزيادة توعية ودراسة مؤشرات الفشل المالي من قبل المحلل المالي وذلك لتجنب عدم التعرض للإفلاس.

دراسة (كيوص، 2018) بعنوان: دور النسب المالية في التحليل والتنبؤ بالفشل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ولاية ورقلة.

هدفت الدراسة إلى الوقوف على مدى مساهمة النسب المالية في التحليل والتنبؤ بالفشل المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ولاية ورقلة، وكذلك تحليل أسباب وأبعاد الفشل المالي، وذلك من خلال اعتماد أسلوب دراسة الحالة في تطبيق بعض نماذج التنبؤ بالفشل المالي (نموذج ألتمان Altman، ونموذج Kida، ونموذج Springate) على عينة متمثلة في خمس مؤسسات من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تنشط في قطاعات مختلفة على مستوى ولاية ورقلة، وذلك في الفترة الممتدة من 2014 إلى 2016.

وتوصلت الدراسة إلى أن النسب المالية لها دور كبير في التنبؤ بفشل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وخاصة نسب الربحية ونسب السيولة، ونسب النشاط والتي اعتمدت عليها نماذج التنبؤ بالفشل المالي، حيث بينت الدراسة أنه يمكن الكشف عن حالة ووضعية المؤسسة من خلال تحليل النسب المالية المستخدمة في نماذج التنبؤ بالفشل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أن نتائج النماذج الثلاثة لم تكن متماثلة مما يعني أن النموذج الذي يتماشى مع مؤسسة معينة لا يتماشى بالضرورة مع مؤسسة أخرى.

ثانيا: الدراسات الأجنبية

دراسة (Lokanan, & Ramzan, 2024) بعنوان:

Predicting financial distress in TSX-listed firms using machine learning algorithms.

هدفت هذه الدراسة إلى تطبيق خوارزميات التعلم الآلي ML، وهي فرع من الذكاء الاصطناعي، للتنبؤ بالضائقة المالية في الشركات. ونظرًا للحاجة الماسة لمؤشرات موثوقة للصحة المالية، يُقِيم هذا البحث القدرات التنبؤية لمختلف تقنيات التعلم الآلي على البيانات المالية على مستوى الشركة. تتألف مجموعة البيانات من نسب مالية ومتغيرات خاصة بالشركة من 464 شركة مدرجة في بورصة تورنتو. تم اختبار نماذج متعددة للتعلم الآلي، بما في ذلك أشجار القرار، والشبكات العصبية الاصطناعية. تُسلط النتائج الضوء على أهم العوامل المتنبئة بالضائقة المالية، مثل نمو الإيرادات، ونمو الأرباح، ونسبة النقد إلى الخصوم المتداولة، وهوامش الربح الإجمالي. ومن بين النماذج المختبرة، حقق مُصنّف ANN أعلى دقة بلغت 98%، متفوقًا على الخوارزميات الأخرى.

دراسة (Zhang, et al, 2024) بعنوان:

Predicting financial distress: the power of sentiment words in business plans

تُقدّم هذه الدراسة إطار عمل تنبؤي جديد يجمع بين الرؤى المُستمدة من خطط الأعمال والبيانات المالية وغير المالية. ومن أبرز ابتكارات هذا الإطار آلية ترجيح متغيرات النبذة، التي تربطها مباشرة بحالة الضائقة المالية. وباستخدام بيانات من شركات صينية مُدرجة (2001-2022)، يُظهر النموذج أداءً تنبؤيًا مُحسّنًا على المديين القصير والطويل. وتشمل المؤشرات الرئيسية كلمات مثل "التحول" و"التكلفة المنخفضة" و"التحسين"، إلى جانب مقاييس النبذة الإيجابية التي تُجسّد التفاوض في خطط الأعمال. ويتفوق هذا الإطار على النماذج المتقدمة الأخرى، مُوفّرًا أداة عملية لتحديد الشركات التي تُعاني من ضائقة مالية ودعم التدخلات في الوقت المناسب.

دراسة (Ding, S., et al, 2023) بعنوان:

The role of feature importance in predicting corporate financial distress in pre and post COVID periods: Evidence from China.

حظي التنبؤ بالضائقة المالية للشركات خلال أزمة كوفيد-19 باهتمام أكاديمي واسع النطاق نظرًا لتفاقم حالة عدم اليقين الاقتصادي. في هذه الورقة، اقترح الباحثون نموذجًا للتنبؤ بالضائقة المالية للشركات يعتمد على إطار عمل البرمجة الوراثية لتعزيز التدرج المتطرف (XGB-GP) من خلال التحقيق في عينات فرعية من فترات ما قبل كوفيد وما بعده. تتمثل المساهمة الرئيسية لورقتنا في أننا نستكشف ميزات التنبؤ المتغيرة بمرور الوقت لفترات ما قبل كوفيد وما بعده. نوضح أن مؤشر الأرباح المالية هو السمة السائدة للتنبؤ بالضائقة المالية خلال فترة ما قبل كوفيد، في حين أن إجمالي الرافعة المالية هو العامل الأكثر أهمية خلال فترة ما بعد كوفيد. وعلى هذا الأساس، يُظهر نموذج التنبؤ بالضائقة المالية XGB-GP الخاص بنا دقة تنبؤ أعلى من النماذج التقليدية. ونتيجة لذلك، يمكن للمديرين تعديل مستوى الرافعة المالية لتحسين الوضع المالي للشركة من خلال تقليل عبء الديون وزيادة الربحية خلال فترة ما بعد كوفيد.

دراسة (Risa A. & Khalifaturfiah S, 2022) بعنوان:

The Effect of Financial Ratios in Predicting Financial Distress in Manufacturing Companies

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل تأثير النسب المالية في التنبؤ بالضائقة المالية في شركات التصنيع. اعتمدت الدراسة على أسلوب العينة العمدية. شملت عينة البحث 87 شركة تصنيع مدرجة في بورصة إندونيسيا للفترة 2016-2020. وحلل الباحثون البيانات باستخدام الانحدار اللوجستي.

وأظهرت النتائج أن نسبة الربحية والنشاط لهما تأثير سلبي وهام على التنبؤ بالضائقة المالية. كما لم يكن لنسبة السيولة والرافعة المالية أي تأثير هام على التنبؤ بالضائقة المالية. وتستنتج هذه الدراسة أن على شركات التصنيع زيادة ربحيتها ونشاطها لتجنب الضائقة المالية.

دراسة (Utami W.,et al, 2021) بعنوان:

The Role of Financial Ratios on the Financial Distress Prediction

هدفت الدراسة إلى إثبات دور الربحية والرافعة المالية والسيولة في الضائقة المالية تجريبياً. شمل مجتمع البحث جميع الشركات المسجلة في القطاع الزراعي، بالإضافة إلى قطاعي الصناعات الأساسية والكيميائية. حصلت عينة البحث على ما يصل إلى 380 ملاحظة من خلال أسلوب أخذ العينات القصدية. اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، والتحليل الانحدار اللوجستي. قدمت الدراسة دليلاً على الدور الهام للربحية والسيولة في حالة الضائقة المالية في القطاع الزراعي، بالإضافة إلى قطاعي الصناعات الأساسية والكيميائية. في قطاعي الصناعات الأساسية والكيميائية، للرافعة المالية دور هام في حالة الضائقة المالية.

دراسة (Dance, M., & Imade, S,2019) بعنوان:

Financial ratio analysis in predicting financial conditions distress in Indonesia Stock Exchange

هدفت الدراسة الحالية إلى تحليل تأثير نسب السيولة والربحية والرافعة المالية والتدفقات النقدية التشغيلية على حالة الشركات التي تعاني من ضائقة مالية والمدرجة في بورصة إندونيسيا. أُجري هذا البحث على الشركات المدرجة في بورصة إندونيسيا. تم الاعتماد على المنهج التحليلي الوصفي. البيانات المستخدمة في هذا البحث هو البيانات الكمية وهي بيانات في شكل أرقام تم الحصول عليها من بورصة إندونيسيا مثل البيانات المالية 2013-2017. استخدمت هذه الدراسة مصادر بيانات ثانوية. المتغيرات المستخدمة في هذه الدراسة هي نسب السيولة والربحية والرافعة المالية والتدفقات النقدية التشغيلية كمتغيرات مستقلة والضائقة المالية كمتغير تابع. وتم استخدام الانحدار اللوجستي لاختبار الفرضية في هذه الدراسة. بناءً على نتائج تحليل الانحدار اللوجستي بمستوى دلالة 5٪، تشير نتائج هذه الدراسة إلى أن (1) نسبة السيولة المقاسة بنسبة التداول لها تأثير سلبي على حالة الضائقة المالية للشركات المدرجة في بورصة إندونيسيا للأوراق المالية؛ (2) نسب الربحية المقاسة بعائد الأصول تؤثر سلباً على حالة الشركات المدرجة في بورصة إندونيسيا للأوراق المالية التي تعاني من ضائقة مالية؛ (3) نسبة الرافعة المالية المقاسة بنسبة الدين إلى حقوق الملكية لها تأثير إيجابي على حالة الضائقة المالية للشركات المدرجة في بورصة إندونيسيا للأوراق المالية؛ (4) نسبة

التدفق النقدي التشغيلي ليس لها تأثير على حالة الضائقة المالية للشركة المدرجة في بورصة إندونيسيا للأوراق المالية.

التعقيب على الدراسات السابقة

من خلال مراجعة الدراسات السابقة يمكن ملاحظة الأمور الآتية:

استفادت الدراسة الحالية من الدراسات السابقة في إثراء الدراسة الحالية ببعض الدراسات السابقة مما يمكن الباحث من مقارنة نتائج الدراسة الحالية بنتائج تلك الدراسات السابقة من حيث أوجه التشابه وأوجه الاختلاف.

أظهرت الدراسات السابقة استخدام أسلوب العينة وتحليل البيانات بالأدوات الإحصائية. استخدمت الدراسة (جبور وخلفة، 2023) نموذج Springate للتحليل. كما اعتمدت الدراسة (عبادي وعبد الله، 2022) على نماذج Sherrod و Springate في تحليل بيانات المصارف. استفادت الدراسة الحالية من هذه النماذج لتأسيس المقارنة باستخدام نموذج ألتمان مع مراعاة الظروف المحلية.

ركزت الدراسات (أبو زر، 2021) و(هادي وناجي، 2019) على إمكانية استخدام نموذج ألتمان للتنبؤ بالتعثر المالي. أكدت النتائج على أهمية التحليل المالي للكشف المبكر عن إشارات الفشل. تُظهر بيانات الفصل الأول تأثير الصدمات الاقتصادية على الأداء المالي في بيئة معقدة، مما يدعم ضرورة إعادة قراءة النماذج التقليدية.

تختلف الدراسة الحالية عن بعض الدراسات السابقة في التركيز على البيئة الفلسطينية الخاصة. استخدمت الدراسات الأجنبية مثل (Lokanan & Ramza, 2024) تقنيات التعلم الآلي لتحليل البيانات. ركزت الدراسة الحالية على النماذج التقليدية مع دمج المؤشرات المحلية الاقتصادية والسياسية. تبرز الدراسة الحالية نقاط تشابه مع نتائج (Ding et al, 2023) في أهمية المؤشرات المالية، مع اختلاف في النطاق الزمني ونوعية المتغيرات.

أظهر التحليل المقارن للدراسات السابقة وجود اتفاق على دور النسب المالية في التنبؤ بالفشل المالي. اختلفت النتائج في بعض الدراسات في طريقة جمع البيانات ونطاق التطبيق. تساهم الدراسة الحالية في إثراء المجال من خلال مقارنة النتائج مع الدراسات (كيوص، 2018) و (Dance & Imade, 2019)، مما يتيح تقييم أوجه التشابه والاختلاف في تطبيق نموذج ألتمان في بيئة بورصة فلسطين.

الفصل الثالث

المنهجية والإجراءات

يهدف هذا الفصل إلى إيضاح ومناقشة منهجية الدراسة، ولهذا الغرض سوف يتطرق هذا الفصل لمجتمع وعينة الدراسة، وأداة الدراسة، ومصادر جمع المعلومات، والأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة.

3.1 منهجية الدراسة

اعتمد الباحث على استخدام المنهج الوصفي التحليلي في اجراء الدراسة، بهدف دراسة قدرة التنبؤ بالإفلاس المالي للشركات باستخدام نموذج ألتمان على الشركات المدرجة في سوق بورصة فلسطين (مؤشر القدس)، ولجمع بيانات الدراسة قام الباحث بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركات المنشورة في موقع بورصة فلسطين للفترة الممتدة ما بين عام 2019-2023.

3.2 مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، البالغ عددها (48) شركة حسب هيئة رأس المال الفلسطينية (2023).

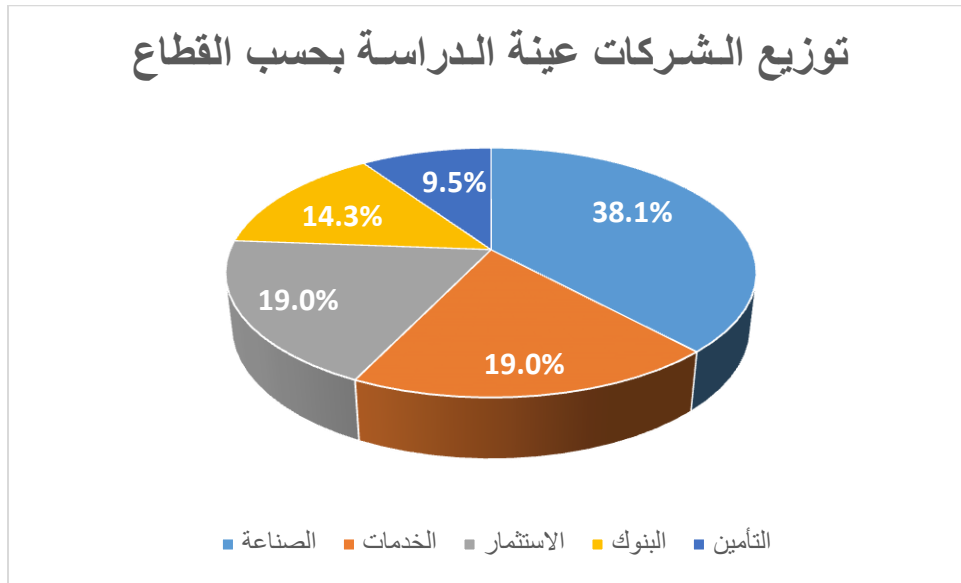
عينة الدراسة

في حين تمثلت عينة الدراسة في جميع الشركات المدرجة في مؤشر القدس الإسلامي البالغ عددها (21) شركة (هيئة سوق رأس المال، 2021). كما هو موضح في الملحق (1).

جدول (3.1) توزيع الشركات عينة الدراسة بحسب القطاع

#	القطاع	العدد	النسبة
1.	الصناعة	8	38.1%
2	الخدمات	4	19.0%
3	الاستثمار	4	19.0%
4	البنوك	3	14.3%
5	التأمين	2	9.5%
	المجموع	21	100.0%

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على موقع بورصة فلسطين



شكل (3.1) توزيع الشركات عينة الدراسة بحسب القطاع

3.3 أدوات الدراسة ومصادر جمع البيانات

من أجل تحقيق أهداف الدراسة واختبار فرضياتها، قام الباحث بجمع البيانات من خلال المصادر الآتية:

أولاً: المصادر الأولية: وتتمثل في القوائم المالية للشركات الخاصة بالشركات المدرجة في مؤشر القدس الإسلامي البالغ عددها (21) شركة خلال الفترة الممتدة ما بين 2019-2023.

ثانياً: المصادر الثانوية: وتشمل الكتب العربية والأجنبية والدوريات والمقالات والمواقع الالكترونية، والنشرات الصادرة عن بورصة فلسطين، وذلك لتغطية الجانب النظري من الدراسة.

3.4 متغيرات الدراسة

المتغيرات المستقلة:

لتحقيق غايات الدراسة استخدم الباحث النسب المكونة لنموذج ألتمان كمتغيرات مستقلة، ويمكن ملاحظة أن النسب التي اعتمدها هذا النموذج تتناول أهم الأبعاد المالية التي يجب دراستها في الشركة، وهي (السيولة، الربحية، السوق، النشاط).

والمتمثلة في:

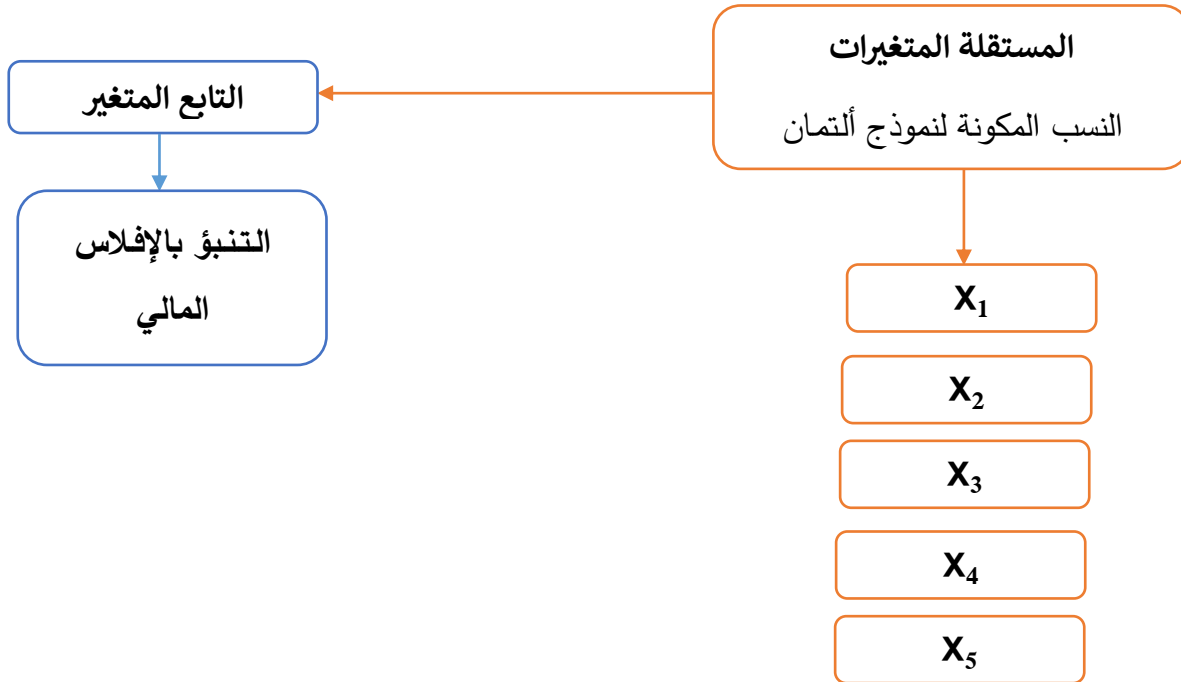
- ☐ X_1 : رأس المال العامل إلى مجموع الأصول.
- ☐ X_2 : الأرباح المحتجزة إلى مجموع الأصول.
- ☐ X_3 : الأرباح قبل الفوائد والضريبة إلى مجموع الالتزامات.
- ☐ X_4 : المبيعات إلى مجموع الأصول
- ☐ X_5 : المبيعات إلى مجموع الأصول

المتغير التابع:

هو التنبؤ بالإفلاس المالي للشركة متمثلاً في مجموع درجات نموذج Z

3.5 نموذج الدراسة

لاحقاً لإشكالية الدراسة وأسئلتها وفرضياتها، واعتماداً على الدراسات السابقة والأدب النظري الذي تم الاطلاع عليه من قبل الباحث، تم تحديد متغيرات الدراسة المستقلة والتابعة وفقاً للنموذج المبين في الشكل (3.1) التالي:



شكل (1.3) نموذج الدراسة (إعداد الباحث)

3.6 إجراءات الدراسة وأساليب تحليل البيانات

تم استخدام نموذج (Altman, 1968) لقياس قدرة هذا النموذج بالتنبؤ بالإفلاس المالي للشركات عينة الدراسة المتمثلة بالشركات المدرجة في بورصة فلسطين مؤشر القدس الإسلامي على مدار 5 سنوات، وذلك من خلال المعادلة التالية:

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 1X_5$$

Z: ناتج نموذج ألتمان في التنبؤ بتعثر الشركات.

X₁: رأس المال العامل إلى مجموع الأصول.

X₂: الأرباح المحتجزة إلى مجموع الأصول.

X₃: الأرباح قبل الفوائد والضريبة إلى مجموع الالتزامات.

X₄: القيمة السوقية لحقوق المساهمين إلى مجموع الالتزامات

X₅: المبيعات إلى مجموع الأصول

ولتحليل البيانات تم استخدام الاحصاء الوصفي التحليلي (الوسط الحسابي، الانحراف المعياري، أقل وأعلى قيمة) لوصف المتغيرات، بينما تم اختبار فرضيات الدراسة التي تقيس مدى قدرة النماذج على التنبؤ ومدى توافق نتائجها من خلال اختبارات الانحدار الخطي والتي تعتمد على:

- مستوى الأهمية (Sig.): وهي التي تحدد قبول أو رفض الفرضية.
- الانحراف المعياري: لقياس مدى تشتت القيم عن وسطها الحسابي.
- القدرة التفسيرية (R²): لمعرفة مدى قدرة المتغير المستقل على تفسير التغير في المتغير التابع.

- اختبارات المحسوبة (T): وذلك لتحديد المعنوية بالعلاقة بين متغيرات الدراسة.

وقد تم تصنيف نتائج نموذج (Altman, 1968) إلى ثلاث فئات كانت الأولى المنطقة الحمراء ومثلت النتائج التي تقل قيمتها عن (1.9)، والمنطقة الرمادية أو الضبابية وتتراوح قيمة النتائج فيها ما بين (1.9 وبين 2.9)، والمنطقة الخضراء التي تشمل نتائج أكثر من (2.9)، ولتسهيل عملية المقارنة تم استثناء الفئة الرمادية أو الضبابية لأنه بحسب دراسة (Altman, 1968, 1968) يصعب التنبؤ فيها.

الفصل الرابع

نتائج الدراسة

4.1 الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

جدول (4.1): نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

Variables	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
X ₁	0.249	0.263	0.870	-0.236
X ₂	0.230	0.148	0.551	-0.546
X ₃	0.112	0.066	0.545	-0.084
X ₄	25.899	8.878	157.170	0.058
X ₅	0.291	0.368	0.960	0.000
Z-score	15.605	6.829	94.630	0.110
Eps	0.170	0.187	0.7200	-0.1720

يعرض الجدول رقم (4.1) نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة المستقلة والتابعة، حيث يلاحظ أن الوسط الحسابي لنسبة رأس المال العامل إلى مجموع الأصول (x1) بلغ (0.870) بانحراف معياري (0.263)، مما يشير إلى قدرة متفاوتة لأصول الشركات على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل، مع وجود تباين ملحوظ بين عينات الدراسة. أما نسبة الأرباح المحتجزة إلى مجموع الأصول (x2) فقد سجلت متوسطاً موجباً (0.551) بانحراف معياري منخفض (0.148)، مما يعكس قدرة إجمالية

للشركات على توليد أرباح مُحْتَجِزة، رغم وجود قيم دنيا سلبية (-0.546) تُشير إلى خسائر مُحْتَجِزة في بعض الحالات.

فيما يتعلق بنسبة الأرباح قبل الفوائد والضرائب إلى الالتزامات (X3)، بلغ المتوسط الحسابي (0.545) بانحراف معياري ضئيل (0.066)، مما يُظهر قدرة محدودة لأرباح التشغيل على تغطية الالتزامات، مع ضعف كفاءة إدارة الأصول في توليد أرباح تشغيلية. أما نسبة القيمة السوقية إلى الالتزامات (X4) فسجلت متوسطاً مرتفعاً بشكل لافت (157.170) مع تباين كبير (انحراف معياري 25.899)، مما يعكس هيمنة القيمة السوقية على الهيكل التمويلي في معظم الشركات، رغم وجود تفاوتات حادة بينها.

وبالنسبة لكفاءة استخدام الأصول (X5)، أظهر المتوسط الحسابي (0.960) مع انحراف معياري (0.291) قدرة معتدلة على تحويل الأصول إلى مبيعات، مع وجود فروقات في الكفاءة التشغيلية بين الشركات. أما ناتج نموذج ألتمان (Z-score) فقد تراوح Z-Score بين (0.11) كحد أدنى و(7.18) كحد أقصى، بمتوسط (2.95) وانحراف معياري مرتفع (1.93). يشير المتوسط القريب من حد المنطقة الخضراء (2.9) إلى أن غالبية الشركات تتمتع بصحة مالية جيدة، خاصة مع وجود قيم عالية مثل (7.18) التي تعكس أداءً استثنائياً. ومع ذلك، فإن وجود قيم دنيا مثل (0.11) يؤكد وجود شركات في المنطقة الحمراء المعرضة لخطر إفلاس مرتفع. بشكل عام، تُظهر النتائج ميلاً نحو الاستقرار المالي رغم التباين الكبير، مع ضرورة إجراء تحليل أعمق لتوزيع الشركات بين الفئات وتأثير القيم المتطرفة.

أخيراً، بلغ متوسط العائد على السهم (EPS) (0.720) بانحراف معياري (0.187)، مما يعكس قدرة إجمالية للشركات على تحقيق أرباح للسهم، مع تباين محدود في الأداء الفعلي بين عينات الدراسة. هذه النتائج تُبرز التفاوت الهيكلي في الأداء المالي بين الشركات، وتسلط الضوء على أهمية تحسين كفاءة إدارة الأصول والهيكل التمويلي لتعزيز الاستقرار المالي.

4.2 مصفوفة ارتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة

اعتمد الباحث على مصفوفة ارتباط بيرسون من أجل إيجاد العلاقة الارتباطية بين محتويات نموذج ألتمان فيما بينها (المتغيرات السابقة) وبين المتغير التابع (التنبؤ بالإفلاس المالي)، وذلك على النحو الآتي:

جدول رقم (4.2) نتائج مصفوفة ارتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة

Variables	Z	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅
Z	1					
X ₁	.313**	1				
X ₂	.679**	0.001	1			
X ₃	.529**	0.185	.304**	1		
X ₄	.686**	-.228*	0.072	-0.128	1	
X ₅	.428**	.217*	.234*	.294**	-.278**	1

* دالة إحصائية عند مستوى (0.01)

** دالة إحصائية عند مستوى (0.05)

تشير النتائج الواردة في الجدول (4.2) لمصفوفة ارتباط بيرسون إلى وجود علاقة ارتباطية إيجابية بين محتويات نموذج ألتمان والمتغير التابع (التنبؤ بالفشل المالي (Z)، حيث يظهر أن رأس المال العامل إلى مجموع الأصول (X₁) مرتبط بـ (Z) بقوة (0.313)، والأرباح المحتجزة إلى مجموع الأصول (X₂) ترتبط بقوة (0.679) مع (Z)، فيما يبين الأرباح قبل الفوائد والضريبة إلى مجموع الالتزامات (X₃) ارتباطاً متوسطاً (0.529) مع (Z)؛ كما يظهر أن القيمة السوقية لحقوق المساهمين إلى مجموع الالتزامات (X₄) ترتبط بأعلى قوة (0.686) مع (Z)، في حين يظهر المتغير (X₅) المبيعات إلى مجموع الأصول ارتباطاً متوسطاً (0.428) مع (Z). وتؤكد الدلالة الإحصائية عند مستويات (0.01) و(0.05) مصداقية هذه العلاقات، مما يشير إلى أهمية تأثير هذه المؤشرات في التنبؤ بتعثر الشركات.

4.3 اختبار فرضيات الدراسة

الفرضية الرئيسية الأولى: لا يستطيع نموذج ألتمان التنبؤ بالإفلاس المالي للشركات المدرجة في سوق بورصة فلسطين عند مستوى الدلالة الإحصائية ($\alpha \leq 0.05$)؟

بناءً على نص هذه الفرضية تم تحليل بيانات القوائم المالية للشركات عينة الدراسة لفترة امتدت خمس سنوات اعتباراً من 2019 حتى 2023 باستخدام نموذج ألتمان.

وقد تم تصنيف نتائج نموذج (Altman, 1968) إلى ثلاث فئات كانت الأولى المنطقة الحمراء ومثلت النتائج التي تقل قيمتها عن (1.9)، والمنطقة الرمادية أو الضبابية وتتراوح قيمة النتائج فيها ما بين (1.9 وبين 2.9)، والمنطقة الخضراء التي تشمل نتائج أكثر من (2.9)، ولتسهيل عملية المقارنة تم استثناء الفئة الرمادية أو الضبابية لأنه بحسب دراسة (Altman, 1968) يصعب التنبؤ فيها.

اعتبر الباحث ان نجاح وفشل النموذج يعتمد على درجة تصنيف الفئة التي تنتمي اليها الشركة. تشير نتائج اختبار الفرضية إلى تفاوت قدرة نموذج ألتمان في التنبؤ بالإفلاس المالي عبر السنوات. سجل النموذج دقة نسبته 70% في 2019، بينما انخفضت إلى 52.38% في 2020، 60% في 2021، 57.14% في 2022، و42.86% في 2023. اتفقت هذه النتائج مع دراسات (كيوص، 2018؛ إسماعيل وآخرون، 2021؛ زبدة، 2021؛ الرفاعي، 2017؛ بشينة وآخرون، 2022)

يوضح جدول (3.3) أن النموذج كان فعالاً في تصنيف الشركات ذات الهياكل المالية المستقرة مثل دواجن فلسطين، بينما أظهر جدول (3.4) فاعلية محدودة في بعض القطاعات بسبب اختلاف المتغيرات المالية المحلية. كما بين جدول (3.5) و(3.6) تبايناً في النتائج حيث فشل النموذج في تقييم قطاعات مثل البنوك والعقارات، اعتماداً على نسب مثل القيمة السوقية إلى المطلوبات التي لا تعكس تعقيدات السوق الفلسطيني. أدى تأثير عوامل خارجية كالعوامل السياسية إلى تدهور دقة التنبؤ في بعض الحالات. وبناءً على الربط بين الجداول وتحليل بيانات الأداء الفعلي (المُقاس بالعائد على السهم)، يمكن قبول الفرضية الرئيسية بأن نموذج ألتمان لا يستطيع التنبؤ بالإفلاس المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين بشكل موثوق، هذا يشير إلى أن النموذج بصيغته الأصلية أو دون تكييف كاف، قد لا يحقق مستوى الموثوقية العالي المطلوب للتنبؤ بالإفلاس في جميع الشركات المدرجة في بورصة فلسطين. هذا يعكس خصوصية البيئة الفلسطينية وتأثير العوامل غير المالية (مثل الظروف السياسية والاقتصادية المتقلبة) التي قد لا يغطيها النموذج المالي البحت بشكل كامل. وبالتالي فإن دقة التنبؤ قد تكون متغيرة وغير مستقرة عبر الزمن أو القطاعات، مما يقلل من موثوقيته العامة.

تنبؤ نموذج ألتمان مقارنة بالنتائج الفعلية لعام 2019:

جدول 4.3 - أ: تنبؤ ألتمان عام 2019

الشركة	تنبؤ ألتمان (2019)	وصف التنبؤ	النتيجة الفعلية للشركة	EPS	القدرة على التنبؤ
دواجن فلسطين	5.12	ناجحة	ناجحة	0.29	فعالة
بال عقار لتطوير وإدارة وتشغيل العقارات	1.81	مفلسة	ناجحة	0.0004	غير فعالة
بيت جالا لصناعة الأدوية	2.35	ناجحة	ناجحة	0.195	فعالة
العربية لصناعة الدهانات	4.82	ناجحة	ناجحة	0.55	فعالة
مركز نابلس الجراحي التخصصي	1.43	مفلسة	ناجحة	0.096	غير فعالة
تمكين الفلسطينية للتأمين	1.02	مفلسة	ناجحة	-	غير فعالة

جدول 4.3 - ب: تنبؤ ألتمان عام 2019

الشركة	تنبؤ ألتمان (2019)	وصف التنبؤ	النتيجة الفعلية للشركة	EPS	القدرة على التنبؤ
التكافل الفلسطينية للتأمين	1.02	مفلسة	ناجحة	0.21	غير فعالة
البنك الاسلامي العربي	1.92	ناجحة	ناجحة	0.12	فعالة
البنك الاسلامي الفلسطيني	0.42	مفلسة	ناجحة	0.196	غير فعالة
شركة مصرف الصفا	0.43	مفلسة	مفلسة	-	فعالة
ابراج الوطنية	5.17	ناجحة	ناجحة	0.13	فعالة
المستثمرون العرب	36.09	ناجحة	ناجحة	0.007	فعالة
بيرزيت للأدوية	5.06	ناجحة	ناجحة	0.5	فعالة
القدس للمستحضرات الطبية	4.04	ناجحة	ناجحة	0.278	فعالة
الوطنية لصناعة الكرتون	4.12	ناجحة	ناجحة	0.057	فعالة
الاتصالات الفلسطينية	2.45	ناجحة	ناجحة	0.485	فعالة
سند للموارد الإنشائية	1.49	مفلسة	مفلسة	-0.014	فعالة
الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	0.61	مفلسة	ناجحة	0.01	غير فعالة
شركة مستشفى ابن سينا التخصصي	1.67	مفلسة	مفلسة	-	فعالة
مطاحن القمح الذهبي	1.98	ناجحة	ناجحة	0.054	فعالة
الفلسطينية للاستثمار والائماء	-	-	-	-	-
نتيجة قدرة النموذج على التنبؤ بالوضع المالي في عام 2019					70%

يعرض الجدول (4.3 أ - 4.3 ب) نتائج نموذج ألتمان (Z-Score) لعام 2019 للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، حيث بلغت أدنى قيمة للنموذج 0.42 لشركة البنك الإسلامي الفلسطيني، ويعزى ذلك إلى تراجع الأرباح المحتجزة ($x2 = 0.016$) والربحية التشغيلية ($x3 = 0.012$)، فضلاً عن انخفاض القيمة السوقية مقارنة بالمطلوبات ($x4 = 0.118$). في المقابل، سجلت شركة المستثمرون العرب أعلى نتيجة ($Z = 36.09$) بفضل ارتفاع القيمة السوقية إلى المطلوبات ($x4 = 59$) واستقرار الأرباح المحتجزة ($x2 = 0.254$) بلغ متوسط النموذج 4.15، مما يضع القطاع في "المنطقة الرمادية"، مع تفاوت أداء القطاعات؛ فظهرت مخاطر في القطاع المصرفي (مثل البنك الإسلامي الفلسطيني) والعقاري (مثل بال عقار) بسبب الاعتماد على الديون - [(في سياق البنوك والمؤسسات المالية، تُعد ودائع العملاء (مثل الودائع الجارية، ودائع التوفير والودائع لأجل) المصدر الرئيسي للتمويل. ومن منظور محاسبي تصنف هذه الودائع كالتزامات (ديون) على البنك تجاه عملائه. هذا يعني أن البنك مدين لعملائه بهذه الأموال، ويلتزم بسدادها عند الطلب أو عند حلول أجل

استحقاقها]،- بينما تفوقت قطاعات مثل الصناعة الدوائية (بيت جالا) والزراعية (دواجن فلسطين) بفضل كفاءة إدارة رأس المال والأرباح. نجح النموذج في التنبؤ الصحيح لحالة 14 شركة من أصل 20 (نسبة 70%)، لكنه أخطأ في 6 حالات، كشركة الفلسطينية للتوزيع التي تأثرت بعوامل خارجية (كالحصار) غير مدرجة في النموذج. من الاستثناءات البارزة، تصنيف مصرف الصفا كمُفلسة $Z = 0.43$ بشكل صحيح بسبب الخسائر التشغيلية والأرباح السلبية.

1. تنبؤ نموذج ألتمان مقارنة بالنتائج الفعلية لعام 2020

جدول 4.4-أ: تنبؤ ألتمان عام 2020

الشركة	تنبؤ ألتمان (2020)	وصف التنبؤ	النتيجة الفعلية للشركة	EPS	القدرة على التنبؤ
دواجن فلسطين	5.08	ناجحة	ربح (4,572,586 دينار)	0.34	فعالة
بال عقار لتطوير وإدارة وتشغيل العقارات	0.45	مفلسة	خسارة (377 دينار)	0.001	فعالة
بيت جالا لصناعة الأدوية	2.3	منطقة رمادية	ربح (745,327 دينار)	0.106	غير فعالة
العربية لصناعة الدهانات	5.31	ناجحة	ربح (863,305 دينار)	0.61	فعالة
مركز نابلس الجراحي التخصصي	1.23	مفلسة	ربح (417,030 دينار)	0.131	غير فعالة
تمكين الفلسطينية للتأمين	1.25	مفلسة	ربح (1,331,004 دينار)	-	غير فعالة
التكافل الفلسطينية للتأمين	0.85	مفلسة	ربح (2,218,526 دينار)	0.22	غير فعالة
البنك الاسلامي العربي	1.85	منطقة رمادية	ربح (8,014,336 دينار)	0.091	غير فعالة
البنك الاسلامي الفلسطيني	0.4	مفلسة	ربح (11,169,723 دينار)	0.14	غير فعالة
شركة مصرف الصفا	0.11	مفلسة	خسارة (-4,623,095 دينار)	-	فعالة
ابراج الوطنية	5.3	ناجحة	ربح (1,277,524 دينار)	0.116	فعالة
المستثمرون العرب	52.3	ناجحة	ربح (435,687 دينار)	0.046	فعالة
بيرزيت للأدوية	5.61	ناجحة	ربح (7,375,483 دينار)	0.39	فعالة
القدس للمستحضرات الطبية	3.48	ناجحة	ربح (3,667,829 دينار)	0.207	فعالة

جدول 4.4-ب: تنبؤ ألتمان عام 2020

الشركة	تنبؤ ألتمان (2020)	وصف التنبؤ	النتيجة الفعلية للشركة	EPS	القدرة على التنبؤ
الوطنية لصناعة الكرتون	5.07	ناجحة	ربح (804,308 دينار)	0.161	فعالة
الاتصالات الفلسطينية	2.51	منطقة رمادية	ربح (43,038,000 دينار)	0.327	غير فعالة
سند للموارد الإنشائية	1.64	مفلسة	خسارة (-) (9,654,650 دينار)	-	فعالة
الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	0.79	مفلسة	ربح (170,833 دينار)	0.01	غير فعالة
الفلسطينية للاستثمار والائتماء	3.02	منطقة رمادية	خسارة (-) (832,126 دينار)	-	غير فعالة
مطاحن القمح الذهبي	1.55	مفلسة	ربح (65,069 دينار)	0.004	غير فعالة
شركة مستشفى ابن سينا التخصصي	-	-	-	-	-
نتيجة قدرة النموذج على التنبؤ بالوضع المالي في عام 2020					52.38%

يعرض الجدول (4.4-أ، 4.4-ب، 4.4-ج) نتائج تنبؤ نموذج ألتمان Z-Score لعام 2020 للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مع مقارنتها بالأداء الفعلي للشركات المقاس بالربح أو الخسارة. بلغت دقة النموذج في التنبؤ 52.38%، حيث نجح في تصنيف 11 شركة من أصل 21 شركة بشكل صحيح.

فيما يتعلق بالتنبؤات الفعالة، أظهر النموذج دقة عالية في تصنيف الشركات الناجحة مثل دواجن فلسطين ($Z=5.08$) والعربية لصناعة الدهانات ($Z=5.31$) وبيرزيت للأدوية ($Z=5.61$)، حيث صنفها كشركات "ناجحة" مع تحقيقها أرباحاً فعلية، مما يعكس فعالية النموذج في هذه الحالات. كما صنف شركتي بال عقار ($Z=0.45$) وسند للموارد الإنشائية ($Z=1.64$) كـ "مفلسة"، وهو ما يتوافق مع خسارتهما الفعلية، مما يؤكد دقة النموذج في تحديد الشركات ذات المخاطر العالية.

ومع ذلك، واجه النموذج تحديات في بعض الحالات، حيث أظهر تناقضات ملحوظة، مثل تصنيف البنك الإسلامي الفلسطيني ($Z=0.4$) ومركز نابلس الجراحي ($Z=1.23$) كـ "مفلسة" رغم تحقيقها أرباحاً فعلية (11.17 مليون دينار و 417 ألف دينار على التوالي). قد يعود هذا إلى اعتماد النموذج على

نسب مثل (x3 = الأرباح/الأصول) و (x4 = القيمة السوقية/المطلوبات)، التي قد لا تعكس بدقة السياق المحلي، خاصة في القطاعات ذات الهياكل المالية غير التقليدية كالبنوك. كما صنفت شركة الاتصالات الفلسطينية (Z) (Paltel=2.51) ضمن "المنطقة الرمادية" رغم تحقيقها ربحاً قوياً (43 مليون دينار)، ربما بسبب ارتفاع المطلوبات المتداولة مقارنة بالأصول (x1 سالب في سنوات سابقة)، مما أثر على تصنيفها.

من العوامل الرئيسية التي أثرت على نتائج النموذج كانت الأرباح المحتجزة (x2)، حيث انعكست سلباً على شركات مثل الفلسطينية للتوزيع (x2=-0.381) بسبب الخسائر المتراكمة، مما دفع Z-Score للانخفاض. في المقابل، ساهمت القيمة السوقية (x4) في ارتفاع تصنيف شركات مثل المستثمرون العرب (Z=52.3) بسبب ارتفاع القيمة السوقية مقارنة بالمطلوبات (x4=73.18) كما كانت نسبة المبيعات (x5) مرتفعة في الشركات الناجحة مثل العربية لصناعة الدهانات (x5=0.731)، مما عزز تصنيفها.

رغم هذه النتائج، فإن النموذج واجه قيوداً مرتبطة بالسياق المحلي، حيث قد لا تعكس معايير ألتمان (المصممة للأوضاع الاقتصادية المستقرة) تعقيدات السوق الفلسطيني، مثل التحديات السياسية والاقتصادية التي تؤثر على سيولة الشركات. بالإضافة إلى ذلك، أظهر النموذج ضعفاً في تقييم القطاعات غير الصناعية (مثل البنوك والتأمين)، حيث تعتمد معادلة Z-Score على متغيرات قد لا تنطبق على هياكلها المالية.

2. تنبؤ نموذج ألتمان مقارنة بالنتائج الفعلية لعام 2021

جدول 4.5- أ: تنبؤ ألتمان عام 2021

الشركة	تنبؤ ألتمان (2021)	وصف التنبؤ	النتيجة الفعلية للشركة	EPS	القدرة على التنبؤ
دواجن فلسطين	5.73	ناجحة	ربح (2,972,738 دينار)	0.221	صحيحة
بال عقار	0.63	مفلسة	ربح (8,232 دينار)	0.001	غير صحيحة
بيت جالا للأدوية	4.64	ناجحة	ربح (871,254 دينار)	0.15	صحيحة
العربية لصناعة الدهانات	5.31	ناجحة	ربح (1,005,572 دينار)	0.72	صحيحة
مركز نابلس الجراحي التخصصي	1.68	مفلسة	ربح (1,131,584 دينار)	0.35	غير صحيحة
تمكين الفلسطينية للتأمين	1.74	مفلسة	ربح (1,148,095 دينار)	0.095	غير صحيحة
التكافل الفلسطينية للتأمين	0.82	مفلسة	ربح (2,027,212 دينار)	0.2	غير صحيحة

جدول 4.5-ب: تنبؤ ألتمان عام 2021

الشركة	تنبؤ ألتمان (2021)	وصف التنبؤ	النتيجة الفعلية للشركة	EPS	القدرة على التنبؤ
البنك الإسلامي العربي	2.01	منطقة رمادية	ربح (11,689,174 دينار)	0.127	غير صحيحة
البنك الإسلامي الفلسطيني	0.46	مفلسة	ربح (13,685,189 دينار)	0.16	غير صحيحة
مصرف الصفا	0.12	مفلسة	خسارة (-409,626 دينار)	-0.005	صحيحة
أبراج الوطنية	4.86	ناجحة	ربح (1,188,921 دينار)	0.108	صحيحة
المستثمرون العرب	90.15	ناجحة	ربح (28,553 دينار)	0.003	صحيحة
بيرزيت للأدوية	5.35	ناجحة	ربح (12,166,341 دينار)	0.62	صحيحة
القدس للمستحضرات الطبية	3.57	ناجحة	ربح (6,273,762 دينار)	0.369	صحيحة
الوطنية لصناعة الكرتون	7.18	ناجحة	ربح (1,147,856 دينار)	0.23	صحيحة
الاتصالات الفلسطينية (Paltel))	3.34	ناجحة	ربح (67,430,000 دينار)	0.512	صحيحة
سند للموارد الإنشائية	1.81	منطقة رمادية	خسارة (-354,107 دينار)	-0.005	صحيحة
الفلسطينية للتوزيع (واسيل)	1.47	مفلسة	ربح (728,327 دينار)	0.056	غير صحيحة
الفلسطينية للاستثمار (PID))	2.21	منطقة رمادية	ربح (1,091,431 دينار)	0.225	غير صحيحة
مطاحن القمح الذهبي	2.36	ناجحة	ربح (1,122,484 دينار)	0.075	صحيحة
مستشفى ابن سينا التخصصي					
نتيجة قدرة النموذج على التنبؤ بالوضع المالي في عام 2021					60%

يعرض الجدول (4.5-أ، 4.5-ب، 4.5-ج) نتائج تنبؤ نموذج ألتمان Z-score لعام 2021 للشركات المدرجة في بورصة فلسطين مقارنة بالأداء الفعلي المقاس بالأرباح الفعلية. بلغت أعلى قيمة لـ Z-score 90.15 لشركة "المستثمرون العرب"، والتي تعزى إلى ارتفاع القيمة السوقية لحقوق المساهمين مقارنة بإجمالي المطلوبات ($x_4 = 148.33$) نتيجة لانخفاض مديونيتها نسبياً، بينما سجلت أدنى قيمة (0.12) لشركة "مصرف الصفا" بسبب تراكم الخسائر المحتجزة السلبية ($x_2 = -0.0446$) وانخفاض الربحية ($x_3 = -0.00105$) بشكل عام، حقق النموذج دقة تنبؤية بنسبة 60%، حيث نجح في تصنيف 12 شركة بشكل صحيح من أصل 20. ومع ذلك، لوحظت حالات تنبؤ خاطئة لشركات مثل "بال عقار" و"الفلسطينية للتوزيع (واسيل)" التي تنبأ النموذج بإفلاسها رغم تحقيقها أرباحاً فعلية، مما قد يعكس محدودية النموذج في تفسير السياق الخاص ببعض القطاعات، مثل العقارات والخدمات اللوجستية، حيث قد لا تعكس النسب المالية المستخدمة (كالأرباح المحتجزة x_2) الديناميكيات التشغيلية بدقة. من ناحية أخرى، تميزت الشركات الناجحة مثل "العربية لصناعة الدهانات" بارتفاع رأس المال العامل ($x_1 = 0.534$) وكفاءة التشغيل ($x_5 = 0.854$)، بينما ارتبطت التنبؤات الصحيحة بالإفلاس (ك"مصرف الصفا") بالخسائر المتكررة وانخفاض القيمة السوقية. تشير هذه النتائج إلى أن نموذج ألتمان يظل أداة مفيدة لتقييم المخاطر المالية، لكنه يحتاج إلى تكيف مع الخصائص الهيكلية لسوق فلسطين، خاصة في القطاعات ذات الهياكل المالية غير التقليدية، هذا التكيف قد يشمل إعادة تقييم أوزان المتغيرات، أو إضافة متغيرات جديدة تعكس الظروف المحلية، أو حتى تطوير نماذج خاصة بالبيئة الفلسطينية، الإشارة إلى الهياكل المالية غير التقليدية تعني أن بعض القطاعات في فلسطين قد يكون لها هياكل تمويل أو تشغيل تختلف عن الشركات الصناعية الغربية التي صمم ألتمان نموذجه الأصلي بناء عليها. على سبيل المثال، قد تكون هناك شركات تعتمد بشكل كبير على التمويل الإسلامي، أو شركات ذات هياكل ملكية معقدة، أو شركات تتأثر بشكل كبير بالدعم الحكومي أو المنظمات الدولية، مما يجعل النسب المالية التقليدية وحدها غير كافية للتنبؤ الدقيق.

3. تنبؤ نموذج ألتمان مقارنة بالنتائج الفعلية لعام 2022

جدول 4.6-أ: تنبؤ ألتمان عام 2022

الشركة	تنبؤ ألتمان (2022)	وصف التنبؤ	النتيجة الفعلية للشركة	EPS	القدرة على التنبؤ
دواجن فلسطين	4.5	ناجحة	ناجحة (ربح M \$)2.8	0.21	صحيحة
بال عقار	0.63	مُفلسة	مُفلسة (خسارة K \$)293	-	صحيحة
بيت جالا للأدوية	6.35	ناجحة	ناجحة (ربح M \$)1.98	0.288	صحيحة
العربية لصناعة الدهانات	5.15	ناجحة	ناجحة (ربح K \$)568	0.127	صحيحة
مركز نابلس الجراحي	1.86	مُفلسة	ناجحة (ربح M \$)1.37	0.43	خاطئة
تمكين الفلسطينية للتأمين	2.02	منطقة رمادية	ناجحة (ربح M \$)2.18	0.182	خاطئة
التكاقل الفلسطينية للتأمين	1.46	مُفلسة	مُفلسة (خسارة M \$)2.09	0.21	صحيحة
البنك الإسلامي العربي	2.15	منطقة رمادية	ناجحة (ربح M \$)13.07	0.136	خاطئة
البنك الإسلامي الفلسطيني	0.57	مُفلسة	مُفلسة (ربح M \$)15.34 *)	0.171	خاطئة
مصرف الصفا	0.19	مُفلسة	مُفلسة (ربح M \$)1.04	0.014	خاطئة
أبراج الوطنية	4.89	ناجحة	ناجحة (ربح M \$)2.08	0.189	صحيحة
المستثمرون العرب	94.63	ناجحة	ناجحة (ربح K \$)167	0.018	صحيحة
بيرزيت للأدوية	6.31	ناجحة	ناجحة (ربح M \$)7.93	0.21	صحيحة
القدس للمستحضرات الطبية	4.84	ناجحة	ناجحة (ربح M \$)7.00	0.399	صحيحة
الوطنية لصناعة الكرتون	6.16	ناجحة	ناجحة (ربح K \$)656	0.13	صحيحة
الاتصالات الفلسطينية (Paltel)	3.04	ناجحة	ناجحة (ربح M \$)65.24	0.496	صحيحة
سند للموارد الإنشائية	2.45	منطقة رمادية	مُفلسة (خسارة M \$)2.77	-0.04	خاطئة

جدول 4.6-ب: تنبؤ ألتمان عام 2022

الشركة	تنبؤ ألتمان (2022)	وصف التنبؤ	النتيجة الفعلية للشركة	EPS	القدرة على التنبؤ
الفلسطينية للتوزيع	1.6	مُفلسة	ناجحة (ربح) K \$)913	0.07	خاطئة
الفلسطينية للاستثمار	29.45	ناجحة	مُفلسة (خسارة) K \$)95	-	خاطئة
مطاحن القمح الذهبي	2.14	ناجحة	ناجحة (ربح) M \$)1.63	0.109	صحيحة
مستشفى ابن سينا	-	-	-	-	-
نتيجة قدرة النموذج على التنبؤ بالوضع المالي في عام 2022					57.14%

يعرض الجدول (4.6-أ، ب) نتائج تنبؤ نموذج ألتمان Z-Score لعام 2022 للشركات المدرجة في بورصة فلسطين مقارنة بالأداء الفعلي، حيث بلغت دقة النموذج التنبؤية 57.14%، إذ نجح في تصنيف 12 شركة بشكل صحيح من أصل 21. سجلت أعلى قيمة Z-Score (94.63) لشركة "المستثمرون العرب"، وذلك بسبب ارتفاع القيمة السوقية لحقوق المساهمين مقارنة بإجمالي المطلوبات ($x4 = 157.17$)، بينما كانت أدنى قيمة (0.19) لـ "مصرف الصفا" نتيجة الخسائر المتراكمة ($x2 = -0.016$) وانخفاض الربحية ($x3 = 0.0037$).

في القطاع الصحي، تتبأ النموذج بإفلاس "مركز نابلس الجراحي" ($Z = 1.86$) رغم تحقيقها أرباحاً، ويعزى ذلك إلى انخفاض نسب التشغيل ($X5 = 0.347$) مقارنة بالمعايير القطاعية، مما قد لا يعكس السيولة النقدية الفعلية المُحسنة. أما في القطاع المالي، فشل النموذج في التنبؤ بأداء البنوك مثل "البنك الإسلامي العربي" ($Z = 2.15 -$ منطقة رمادية) التي حققت أرباحاً، وذلك بسبب اعتماد النموذج على نسب مثل ($X4$ القيمة السوقية/المطلوبات = 0.113) التي لا تُراعي الهيكل التمويلي المعقد للبنوك. وفي القطاع الإنشائي، أظهرت شركة "سند للموارد الإنشائية" ($Z = 2.45 -$ منطقة رمادية) تناقضاً بين التنبؤ والأداء الفعلي (خسارة 2.77 مليون دولار)، حيث غلب تحسن رأس المال العامل ($X1 = 0.542$) على الخسائر التشغيلية ($X3 = -0.028$)، مما يُظهر محدودية النموذج في تقييم الربحية قصيرة المدى.

تميزت الشركات الناجحة بارتفاع نسب الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الأصول ($X2$) ونسب المبيعات إلى إجمالي الأصول ($X5$)، كما في حالة "العربية لصناعة الدهانات" ($X5, X2 = 0.475$) =

0.716) في المقابل، ارتبطت الأخطاء التنبؤية بشركات حققت أرباحًا رغم تصنيفها كمُفلسة أو في المنطقة الرمادية، مثل "السلطانية للتوزيع" ($Z = 1.6$)، حيث لم يُدرك النموذج تحسن التدفقات النقدية رغم سلبية الأرباح المحتجزة ($X2 = -0.229$).

أثرت الظروف الاقتصادية الفلسطينية، مثل محدودية السيولة والتحديات السياسية، على دقة النموذج، خاصة في قطاعات مثل العقارات ("بال عقار") التي تعتمد على ديناميكيات غير تقليدية. يُظهر التحليل أن نموذج ألتمان يظل أداة مفيدة لتقييم مخاطر الإفلاس، لكن فعاليته تتراجع في البيئات الاقتصادية غير المستقرة والقطاعات ذات الخصائص الهيكلية الفريدة. تشير الأخطاء التنبؤية إلى ضرورة تعديل أوزان النسب (كإعطاء أهمية أكبر لـ $X3$ في القطاعات كثيفة الربحية) أو دمج مؤشرات سياقية لتحسين الدقة.

4. تنبؤ نموذج ألتمان مقارنة بالنتائج الفعلية لعام 2023

جدول 4.7-أ: تنبؤ ألتمان عام 2023

القدرة على التنبؤ	EPS	النتيجة الفعلية للشركة	وصف التنبؤ	تنبؤ ألتمان (2023)	الشركة
صحيحة	0.249	ناجحة (ربح)	ناجحة	5.55	دواجن فلسطين
غير صحيحة	0.04	ربح 0.04	مفلسة	0.63 (2021)	بال عقار
صحيحة	0.262	ناجحة (ربح)	ناجحة	5.03	بيت جالا لصناعة الأدوية
صحيحة	0.126	ناجحة (ربح)	ناجحة	5.95	العربية لصناعة الدهانات
غير صحيحة	0.25	ناجحة (ربح)	مفلسة	1.79	مركز نابلس الجراحي التخصصي
غير صحيحة	0.096	ناجحة (ربح)	منطقة رمادية	1.96	تمكين الفلسطينية للتأمين
غير صحيحة	0.18	ناجحة (ربح)	مفلسة	1.32	التكافل الفلسطينية للتأمين
غير صحيحة	0.055	ناجحة (ربح)	مفلسة	1.78	البنك الإسلامي العربي
غير صحيحة	0.05	ناجحة (ربح)	مفلسة	0.41	البنك الإسلامي الفلسطيني

جدول 4.7-ب: تنبؤ ألتمان عام 2023

الشركة	تنبؤ ألتمان (2023)	وصف التنبؤ	النتيجة الفعلية للشركة	EPS	القدرة على التنبؤ
شركة مصرف الصفا	0.19	مفلسة	مفلسة (خسارة)	-0.012	صحيحة
ابراج الوطنية	5.99	ناجحة	ناجحة (ربح)	0.092	صحيحة
المستثمرون العرب	60.62	ناجحة	ناجحة (ربح)	0.071	صحيحة
بيرزيت للأدوية	6.03	ناجحة	ناجحة (ربح)	0.16	صحيحة
القدس للمستحضرات الطبية	4.36	ناجحة	ناجحة (ربح)	0.386	صحيحة
الوطنية لصناعة الكرتون	5.52	ناجحة	ناجحة (ربح)	0.19	صحيحة
الاتصالات الفلسطينية	2.72	منطقة رمادية	ناجحة (ربح)	0.329	غير صحيحة
سند للموارد الإنشائية	4.3	ناجحة	مفلسة (خسارة)	-	غير صحيحة
الفلسطينية للتوزيع	1.86	منطقة رمادية	ناجحة (ربح)	0.039	غير صحيحة

جدول 4.7-ج: تنبؤ ألتمان عام 2023

الشركة	تنبؤ ألتمان (2023)	وصف التنبؤ	النتيجة الفعلية للشركة	EPS	القدرة على التنبؤ
الفلسطينية للاستثمار والائتمان	29.03	ناجحة	مفلسة (خسارة)	-0.017	غير صحيحة
مطاحن القمح الذهبي	2.47	منطقة رمادية	ناجحة (ربح)	0.055	غير صحيحة
شركة مستشفى ابن سينا التخصصي	3.33	ناجحة	مفلسة (خسارة)	-	غير صحيحة
نتيجة قدرة النموذج على التنبؤ بالوضع المالي في عام 2023					42.86%

يعرض الجدول (4.7-أ، ب، ج) نتائج تنبؤ نموذج ألتمان Z-Score لعام 2023 مقارنة بالأداء الفعلي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين. بلغت دقة النموذج في التنبؤ 42.86%، حيث نجح في تصنيف 9 شركات من أصل 21 بشكل صحيح. اتسمت النتائج بتباين ملحوظ؛ ففي قطاع الصناعات الدوائية مثلاً، حققت شركات مثل "بيت جالا للأدوية" و"بيرزيت للأدوية" تنبؤات دقيقة ($Z=5.03$ و 6.03 على التوالي) مدعومة بارتفاع الأرباح المحتجزة ($X2=0.405$ لبيت جالا) وكفاءة الأصول ($X5=0.486$)، بينما أظهرت شركات مثل "الفلسطينية للاستثمار والإئتمان" تناقضاً صارخاً، حيث تنبأ النموذج بنجاحها ($Z=29.03$) بسبب ارتفاع القيمة السوقية/المطلوبات ($X4=48.42$)، لكنها سجلت خسارة فعلية بسبب تراجع الأرباح قبل الفوائد والضرائب ($X3=-0.014$) والأرباح المحتجزة السلبية (-1.94 JOD M)، مما يشير إلى محدودية النموذج في تفسير التقلبات المفاجئة.

في القطاع المصرفي، فشل النموذج في التنبؤ بأداء البنوك مثل "البنك الإسلامي الفلسطيني" ($Z=0.41$) و"البنك الإسلامي العربي" ($Z=1.78$)، حيث تنبأ بإفلاسهما رغم أرباحهما الفعلية، ربما لعدم ملائمة معايير Z-Score التقليدية لخصائص القطاع المصرفي الذي يعتمد على الرافعة المالية. بالمقابل، نجح النموذج في تحديد إفلاس "مصرف الصفا" ($Z=0.19$) بسبب تراكم الخسائر ($X2=-0.0403$) وانخفاض الربحية ($X3=-0.00165$).

في المنطقة الرمادية ($1.81 < Z < 2.99$)، أظهرت شركات مثل "الاتصالات الفلسطينية" ($Z=2.72$) و"الفلسطينية للتوزيع" ($Z=1.86$) محدودية النموذج في التمييز، حيث صنفهما كمنطقة رمادية أو مفلسة رغم تحقيقها أرباحاً، مما يعكس حاجة إلى تعديل عتبات Z-Score لملاءمة ظروف

السوق الفلسطيني. جدير بالذكر أن الشركات ذات الهيكل المالي القوي مثل "العربية لصناعة الدهانات" $Z=5.95$ حققت تنبؤات دقيقة مدعومة بمؤشرات كفاءة عالية مثل $1X=0.605$ و $5X=0.764$ ، بينما كشفت أخطاء التنبؤ في قطاع العقارات (مثل "بال عقار" $Z=0.63$) عن تأخر بيانات النموذج، حيث اعتمد على بيانات 2021 بينما تحسنت النتائج الفعلية لاحقاً. هذه النتائج تُبرز الحاجة إلى نماذج مخصصة تُراعي خصوصية القطاعات وتقلبات السوق الفلسطيني.

الفرضية الرئيسية الثانية

لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة $(\alpha \leq 0.05)$ للمؤشرات المالية محتويات نموذج ألتمان على التنبؤ بالإفلاس المالي في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

ولأجل اثبات أو نفي الفرضية تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد، حيث اعتمد الباحث على توزيع فيشر (F) للحكم على القوة التفسيرية للنموذج المقترح ككل ومدى ملائمته في تمثيل العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، حيث يجب أن تكون قيمة F المحسوبة أعلى من قيمتها الجدولية عند مستوى ثقة (0.95) لقبول النموذج، كما تم الاعتماد على قيمة T المحسوبة لمعرفة أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، حيث يجب أن تكون القيمة المطلقة لـ T المحسوبة أعلى من قيمتها الجدولية عند مستوى معنوية (Sig) أقل من 0.05 حتى يتم رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة، كما تم الاعتماد على قيمة معامل التحديد Adjusted R Square وذلك من أجل الإشارة إلى مدى دقة تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع.

جدول (4.8) نتائج اختبار الانحدار المتعدد للمؤشرات المالية محتويات نموذج ألتمان على التنبؤ بالإفلاس المالي

Model	β	T	Sig.
Constant		(0.321)	(0.045)
X ₁	1.141	3.61	0.001
X ₂	1.130	2.325	0.023
X ₃	8.608	10.795	0.000
X ₄	0.538	11.319	0.000
X ₅	0.562	1.945	0.055
F test Model= (113.7)		Sig. F= (0 .000)	
Adjusted R square=(0.872)		R= (.934)	
F Distribution Table = (2.33)		T Distribution Table = (±1.99)	
Z=β ₀ + β ₁ X ₁ + β ₂ X ₂ + β ₃ X ₃ + β ₄ X ₄ + β ₅ X ₅ +ε			

تشير النتائج الواردة في الجدول (4.8) إلى أن نموذج ألتمان يملك قوة تفسيرية عالية في التنبؤ بالإفلاس المالي للشركات هذه العبارة تشير إلى قدرة النموذج على تفسير جزء كبير من التباين في المتغير التابع (الإفلاس المالي) بناءً على المتغيرات المستقلة (النسب المالية). القوة التفسيرية المقاسة بمعامل التحديد (R^2) تعني أن المتغيرات المالية في نموذج ألتمان لها علاقة إحصائية قوية بالإفلاس، وأنها قادرة على شرح لماذا تفلس بعض الشركات دون غيرها، ومع ذلك فإن القوة التفسيرية لا تعني بالضرورة قدرة تنبؤية مثالية، خاصة في بيئة ديناميكية وغير مستقرة، قد يفسر النموذج الظاهرة جيداً في البيانات التاريخية، لكن قدرته على التنبؤ بالأحداث المستقبلية قد تكون محدودة إذا لم يتم تكيفه مع التغيرات المستمرة أو العوامل غير المتوقعة]، حيث يظهر اختبار F قيمة (113.7) تفوق القيمة الجدولية (2.33) مع دلالة (0.000)، مما يدل على ملائمة النموذج بشكل عام؛ وبالإضافة إلى ذلك، فإن المتغيرات (X_1) رأس المال العامل إلى مجموع الأصول و ($T=3.61$) و (X_2) الأرباح المحتجزة إلى مجموع الأصول ($T=2.325$, $Sig.=0.023$) و (X_3) الأرباح قبل الفوائد والضريبة إلى مجموع الالتزامات ($T=10.795$, $Sig.=0.000$) و (X_4) القيمة السوقية لحقوق المساهمين إلى مجموع الالتزامات ($T=11.319$, $Sig.=0.000$) تظهر دلالتها الإحصائية إذ تجاوزت قيم T الجدولية (± 1.99)، بينما لم تصل المتغير (X_5) المتمثل في نسبة المبيعات إلى مجموع الأصول إلى مستوى الدلالة المطلوب ($T=1.945$, $Sig.=0.055$)؛ كما يشير معامل التحديد المعدل (0.872) إلى قدرة المتغيرات المستقلة على تفسير نسبة كبيرة من التباين في المتغير التابع، مما يتيح رفض الفرضية الفائلة بعدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لهذه المؤشرات في التنبؤ بالإفلاس المالي، مع ضرورة إعادة النظر في أثر المتغير (X_5) الذي لا يظهر دلالة قوية.

اتفقت هذه النتائج مع دراسات (كيوص، 2018؛ إسماعيل وآخرون، 2021؛ زبدة، 2021؛ الرفاعي، 2017؛ بشينة وآخرون، 2022)

كيفية معالجة القصور في نموذج ألتمان

يمكن معالجة القصور في نموذج ألتمان في السياق الفلسطيني من خلال عدة طرق:

1. تكيف النموذج مع البيئة المحلية:

- إعادة تقدير الأوزان: يمكن إعادة تقدير معاملات المتغيرات (X_1 – X_5) لنموذج ألتمان باستخدام بيانات الشركات الفلسطينية. الأوزان الأصلية لنموذج ألتمان تم تطويرها بناءً على شركات أمريكية في فترة زمنية معينة، وقد لا تكون مثالية للبيئة الفلسطينية التي تتميز بخصائص اقتصادية وتشريعية وثقافية مختلفة.

○ تعديل المتغيرات: قد تحتاج بعض المتغيرات إلى تعديل أو استبدال لتناسب الواقع الفلسطيني على سبيل المثال، إذا كانت القيمة السوقية (X4) لا تعكس بدقة الوضع في بعض القطاعات، يمكن البحث عن بدائل أو تعديلات لهذه النسبة.

2. دمج المؤشرات غير المالية

يمكن دمج مؤشرات نوعية أو غير مالية في النموذج لزيادة دقته، هذه المؤشرات قد تشمل عوامل الحوكمة المؤسسية، المخاطر البيئية والاجتماعية، ديناميكيات الصناعة، جودة الإدارة، والظروف الجيوسياسية. يمكن دمجها من خلال:

- نماذج هجينة: تطوير نماذج تجمع بين المتغيرات المالية والنوعية.
- التحليل النوعي المكمل: استخدام نتائج النموذج الكمي كجزء من تحليل أوسع يشمل تقييماً نوعياً للعوامل غير المالية.

3. توسيع نطاق البيانات:

- زيادة حجم العينة: استخدام عدد أكبر من الشركات أو فترة زمنية أطول (إذا توفرت البيانات) يمكن أن يحسن من قوة النموذج الإحصائية.
- بيانات قطاعية: تطوير نماذج خاصة بكل قطاع (مثل البنوك، الصناعة، الخدمات) بدلاً من نموذج واحد لجميع الشركات، حيث قد تختلف ديناميكيات الإفلاس بين القطاعات.

الخلاصة: نموذج ألتمان مفيد ويمتلك قوة تفسيرية جيدة للمتغيرات المالية، لكن موثوقيته التنبؤية في البيئة الفلسطينية قد تكون محدودة ما يتم تكيفه ليأخذ في الاعتبار الخصائص الهيكلية والظروف الاقتصادية والسياسية الفريدة. هذا يعني أن النموذج يوفر أساساً جيداً للتحليل، ولكنه ليس حلاً سحرياً يتنبأ بالإفلاس بدقة 100% في جميع الظروف دون الحاجة إلى تعديل أو إضافة عوامل أخرى.

الفصل الخامس

مناقشة نتائج الدراسة والتوصيات

مقدمة

يتضمن هذا الفصل النتائج التي توصلت إليها الدراسة، مع الأخذ بعين الاعتبار أهداف وأسئلة وفرضيات الدراسة، إضافة إلى تحليل نتائج الدراسة ومقارنتها بنتائج الدراسات السابقة إن وجدت، والخروج ببعض التوصيات بالاستناد إلى النتائج التي توصلت إليها الدراسة.

5.1 مناقشة النتائج المتعلقة بأسئلة الدراسة

هدفت هذه الدراسة إلى الإجابة على مجموعة من الأسئلة المحورية المتعلقة بدور المؤشرات المالية في التنبؤ بالفشل المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، ومدى فعالية نموذج ألتمان في هذا السياق، بالإضافة إلى تحديد أهم المؤشرات ذات الدلالة التنبؤية والتعرف على نقاط القوة والضعف في النماذج العالمية عند تطبيقها على البيئة الفلسطينية. لقد قدمت المؤشرات المالية المكونة لنموذج ألتمان رؤية شاملة لأداء الشركات المدرجة في سوق فلسطين المالي خلال الفترة (2019-2023)، حيث تم التأكيد على وجود تفاوت واضح في الكفاءة المالية والاستقرار المالي بين الشركات. من ناحية الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المستقلة في نموذج ألتمان، أظهرت النتائج ما يلي:

- نسبة رأس المال العامل إلى مجموع الأصول (X_1) بلغ متوسط هذه النسبة (0.870) بانحراف معياري قدره (0.263). يشير هذا المتوسط إلى أن الشركات تمتلك رأس مال عامل إيجابي كنسبة من

إجمالي أصولها، مما يعكس قدرة متفاوتة على تغطية الالتزامات قصيرة الأجل. الانحراف المعياري يوضح وجود تباين معتدل في هذه القدرة بين الشركات.

•نسبة الأرباح المحتجزة إلى مجموع الأصول (X2) سجلت هذه النسبة متوسطاً قدره (0.551). تعكس هذه القيمة قدرة الشركات على الاحتفاظ بجزء معقول من أرباحها لإعادة استثمارها، مما يعزز من هيكلها المالي ويقلل من الاعتماد على التمويل الخارجي.

•نسبة الأرباح قبل الفوائد والضرائب إلى الالتزامات (X3) بلغ متوسط هذه النسبة (0.545). يشير هذا المتوسط إلى أن الشركات لديها قدرة معتدلة على توليد أرباح كافية لتغطية التزاماتها، مما يعكس كفاءة تشغيلية في توليد الدخل قبل أعباء التمويل والضرائب.

•القيمة السوقية لحقوق المساهمين إلى مجموع الالتزامات (X4) سجلت هذه النسبة أعلى متوسط بين المتغيرات، حيث بلغت (157.170) مع تباين كبير (25.899). هذا المتوسط المرتفع قد يعكس تقييماً إيجابياً للشركات من قبل السوق، إلا أن الانحراف المعياري الكبير يشير إلى تباين واسع في التقييمات السوقية بين الشركات، مما قد يعكس تفاوتاً في الثقة أو الأداء السوقي.

•كفاءة استخدام الأصول (X5) (المبيعات إلى مجموع الأصول): أظهرت هذه النسبة قدرة معتدلة على تحويل الأصول إلى مبيعات بمتوسط (0.960). هذا يشير إلى أن الشركات تستخدم أصولها بكفاءة مقبولة لتوليد الإيرادات.

يؤكد تحليل مصفوفة ارتباط بيرسون على وجود علاقات ارتباطية إيجابية بين محتويات النموذج والمتغير التابع (Z-Score)، مما يشير إلى تأثير واضح لهذه المؤشرات في التنبؤ بالتعثر المالي للشركات. بلغت قيم الارتباط كالتالي:

(X1)•نسبة رأس المال العامل إلى مجموع الأصول(0.313)

(X2)•نسبة الأرباح المحتجزة إلى مجموع الأصول(0.679)

(X3)•نسبة الأرباح قبل الفوائد والضرائب إلى الالتزامات(0.529)

(X4)•القيمة السوقية لحقوق المساهمين إلى مجموع الالتزامات(0.686)

(X5)•كفاءة استخدام الأصول (المبيعات إلى مجموع الأصول)(0.428)

تُظهر هذه القيم أن المتغيرات (X2) و (X4) تتمتع بأقوى علاقة ارتباط إيجابية مع المتغير التابع (Z-Score)، مما يعني أن ارتفاع هذه النسب يرتبط بارتفاع درجة Z-Score وبالتالي انخفاض احتمالية التعثر. بينما تظهر المتغيرات الأخرى (X1, X3, X5) علاقات ارتباط إيجابية متوسطة إلى قوية، مما يؤكد مساهمتها في القدرة التنبؤية للنموذج. هذه العلاقات الإيجابية تدعم الفرضية القائلة بأن المؤشرات المالية لنموذج ألتمان تلعب دوراً هاماً في التنبؤ بالإفلاس المالي للشركات الفلسطينية، على الرغم من التباين في قوة هذه العلاقات بين المتغيرات المختلفة.

5.2 مناقشة النتائج المتعلقة بفرضيات الدراسة

أما فيما يتعلق بفرضيات الدراسة، فقد أثبت اختبار الانحدار المتعدد أن نموذج ألتمان يمتلك قوة تفسيرية عالية في التنبؤ بالإفلاس المالي، إذ سجل اختبار F قيمة (113.7) تفوق القيمة الجدولية (2.33) مع دلالة (0.000)، مما يدل على ملائمة النموذج بشكل عام؛ حيث أظهرت المتغيرات (X1) و (X2) و (X3) و (X4) تأثيراً ذا دلالة إحصائية على التنبؤ بالفشل المالي مع قيم T (3.61)، (2.325)، (10.795) و (11.319) على التوالي، بينما لم يظهر المتغير (X5) الدلالة المطلوبة ($T=1.945$)، (Sig.=0.055) ويبرز معامل التحديد المعدل (0.872) أن المتغيرات المستقلة تفسر نسبة كبيرة من تباين المتغير التابع، مما يسمح برفض الفرضية القائلة بعدم وجود أثر إحصائي لهذه المؤشرات في التنبؤ بالإفلاس المالي. وتجدر الإشارة إلى أن نتائج الدراسة الحالية تتوافق مع نتائج الدراسات السابقة مثل (كيوص، (2018)، (إسماعيل وآخرون، (2021)، (زبدة، (2021)، (الرفاعي، (2017) و (بشينة وآخرون، (2022)، مما يعزز الثقة في صلاحية نموذج ألتمان كأداة تنبؤية فعالة. وتبرز هذه النتائج ضرورة اتخاذ قرارات مدروسة لتحسين كفاءة إدارة الأصول والهيكل التمويلي، مع التركيز على المتغيرات التي تظهر دلالات إحصائية قوية، فيما يستدعي الاهتمام الخاص بتحليل الأثر الضعيف للمتغير (X5) لتجنب التقليل من دقة التنبؤ بالإفلاس المالي.

تشير نتائج اختبار الفرضية الرئيسية إلى تفاوت دقة النموذج عبر السنوات؛ إذ سجل النموذج نسب تنبؤية متفاوتة تبدأ من 70% في عام 2019 وتنخفض تدريجياً لتصل إلى 42.86% في عام 2023. كما أظهرت نتائج تحليل الانحدار المتعدد ضعف الأثر الإحصائي للمتغيرات المالية (X1-5X) على الأداء الفعلي، حيث كانت جميع معاملات T أقل من القيمة الجدولية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$)، مع معامل تحديد $Adjusted R^2$ منخفض جداً (0.001). تعكس هذه النتائج أن نموذج ألتمان التقليدي لا يمتلك القوة التفسيرية الكافية لتفسير التباين في العائد على السهم في بيئة السوق الفلسطيني، مما يُشير إلى ضرورة الأخذ في الاعتبار عوامل إضافية أو تعديل أوزان المؤشرات المالية المستخدمة. وتوضح النتائج أيضاً أن المتغيرات الأساسية في النموذج، مثل القيمة السوقية ونسب الأرباح المحتجزة، قد تتأثر بتباينات هيكلية وسياقية خاصة بالسوق المحلي، والتي لم تُدرج في النموذج الأصلي، مما يجعل الفرضية التي تقترح عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمؤشرات المالية على الأداء الفعلي مقبولة ضمن إطار الدراسة.

5.3 التوصيات

بناءً على نتائج الدراسة، يوصي الباحث بما يلي:

1. تطوير نموذج تنبؤ بالإفلاس مالي خاص بالبيئة الفلسطينية: نظراً لمحدودية فعالية نموذج ألتمان في البيئة الفلسطينية، يوصى بتطوير نموذج خاص يأخذ في الاعتبار الخصائص الفريدة للاقتصاد الفلسطيني، بما في ذلك الأوضاع السياسية والاقتصادية، والهيكل المالية للشركات الفلسطينية، والعوامل الأخرى التي تؤثر على الأداء المالي للشركات.

يمكن اقتراح تعديلات على المتغيرات الحالية أو إضافة متغيرات جديدة. هذه المقترحات تأخذ في الاعتبار خصوصية السوق الفلسطيني:

- تعديل أوزان المتغيرات الحالية: بدلاً من استخدام الأوزان الأصلية لنموذج ألتمان (المشتقة من بيانات الشركات الأمريكية) يمكن إعادة تقدير هذه الأوزان باستخدام بيانات تاريخية للشركات الفلسطينية، هذا سيجعل النموذج أكثر ملاءمة للظروف الحالية.
- إضافة متغيرات مالية إضافية (إذا لزم الأمر):

- نسبة الدين إلى حقوق الملكية: على الرغم من أن نموذج ألتمان يتضمن مؤشرات للرافعة المالية، فإن هذه النسبة قد توفر منظوراً إضافياً حول هيكل رأس المال والاعتماد على الديون.
- نسبة تغطية خدمة الدين: تقيس قدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية كافية لتغطية التزامات خدمة الدين (أصل الدين والفوائد). هذا المؤشر مهم بشكل خاص في بيئة ذات مخاطر ائتمانية عالية.

- نسبة التدفق التشغيلي إلى المبيعات: لتقييم جودة الأرباح وقدرة الشركة على توليد النقد من عملياتها الأساسية، بدلاً من الاعتماد فقط على الأرباح المحاسبية.

2. دمج مؤشرات غير مالية في نماذج التنبؤ: لتحسين دقة التنبؤ بالإفلاس، يوصى بدمج مؤشرات غير مالية في نماذج التنبؤ. يمكن قياس هذه المؤشرات بطرق مختلفة:

● مؤشرات الحوكمة المؤسسية:

- القياس: يمكن قياسها من خلال تقييم وجود وفعالية مجلس الإدارة (استقلالية الأعضاء، تنوع الخبرات)، وجود لجان المراجعة والمخاطر، شفافية الإفصاح، ومدى الالتزام بالمعايير الدولية للحوكمة. يمكن استخدام نظام نقاط (scoring system) أو مقاييس تصنيف (rating scales) بناءً على مراجعة التقارير السنوية للشركات، أو استبيانات موجهة للإدارة.
- التأثير المتوقع: الحوكمة الجيدة تقلل من مخاطر الاحتيال، سوء الإدارة، وتضمن اتخاذ قرارات رشيدة، مما يعزز الاستقرار المالي ويقلل من احتمالية الإفلاس.

• مؤشرات المخاطر الجيوسياسية والاقتصادية الكلية:

- القياس: يمكن قياسها من خلال مؤشرات مثل: مؤشر الاستقرار السياسي (من مصادر دولية)، معدلات النمو الاقتصادي في فلسطين، معدلات التضخم، البطالة، ومؤشرات الثقة الاقتصادية، يمكن دمجها كمتغيرات خارجية في النموذج أو استخدامها لتعديل تفسير النتائج.
- التأثير المتوقع: البيئة غير المستقرة تزيد من مخاطر التشغيل والتمويل، وتؤثر سلباً على إيرادات الشركات وتكاليفها، مما يزيد من احتمالية الإفلاس بغض النظر عن الأداء المالي الداخلي.

• مؤشرات المخاطر الجيوسياسية والاقتصادية الكلية

- القياس: يمكن قياسها من خلال مؤشرات مثل: مؤشر الاستقرار السياسي، معدلات النمو الاقتصادي في فلسطين، معدلات التضخم ومؤشرات الثقة الاقتصادية، يمكن دمجها كمتغيرات خارجية في النموذج أو استخدامها لتعديل تفسير النتائج.
- التأثير المتوقع: البيئة غير المستقرة تزيد من مخاطر التشغيل والتمويل، وتؤثر سلباً على إيرادات الشركات وتكاليفها، مما يزيد من احتمالية الإفلاس بغض النظر عن الأداء المالي الداخلي.

• مؤشرات جودة الإدارة والقيادة

- القياس: يمكن تقييمها من خلال خبرة الإدارة العليا، سجلها في إدارة الأزمات، استراتيجياتها للنمو، وقدرتها على التكيف مع التغيرات، يمكن جمع البيانات من خلال المقابلات مع الإدارة، تحليل التقارير السنوية، ومراجعة الاخبار والتحليلات القطاعية.
- التأثير المتوقع: الإدارة الكفؤة يمكنها تحديد المخاطر مبكراً، وتطوير استراتيجيات للتخفيف منها، واتخاذ قرارات تصحيحية، مما يقلل فرص الإفلاس.

3. تعزيز الشفافية والإفصاح في الشركات الفلسطينية: يوصى بتعزيز الشفافية والإفصاح في الشركات الفلسطينية، وذلك من خلال تحسين جودة التقارير المالية، وتوفير معلومات كافية للمستثمرين والجمهور حول الأداء المالي للشركات، والمخاطر التي تواجهها.

4. إجراء المزيد من البحوث حول التنبؤ بالإفلاس المالي في فلسطين: يوصى بإجراء المزيد من البحوث حول التنبؤ بالإفلاس المالي في فلسطين، وذلك من خلال دراسة عوامل أخرى قد تؤثر على الأداء المالي للشركات، وتقييم فعالية نماذج تنبؤ أخرى، وتطوير أدوات جديدة للتنبؤ بالإفلاس المالي.

5.4 قيود الدراسة

على الرغم من الجهود المبذولة في هذه الدراسة، إلا أنها تواجه بعض القيود التي يجب أخذها في الاعتبار عند تفسير النتائج. أحد القيود الرئيسية هو حجم العينة المحدود للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مما قد يؤثر على تعميم النتائج على الشركات الأخرى في فلسطين. بالإضافة إلى

ذلك، تعتمد الدراسة على البيانات المالية المتاحة، والتي قد لا تكون دقيقة أو كاملة في بعض الحالات. أيضاً، يركز نموذج ألتمان على المؤشرات المالية فقط، ويتجاهل العوامل غير المالية التي قد تؤثر على الأداء المالي للشركات. علاوة على ذلك، الفترة الزمنية للدراسة محدودة، وقد لا تعكس التغيرات الهيكلية في الاقتصاد الفلسطيني.

5.5 الخاتمة

تسلط هذه الدراسة الضوء على أهمية المؤشرات المالية في التنبؤ بالإفلاس المالي للشركات، وتقييم فعالية نموذج ألتمان في البيئة الفلسطينية. تشير النتائج إلى أن نموذج ألتمان يمتلك قدرة محدودة على التنبؤ بالإفلاس المالي في فلسطين، وأن هناك حاجة إلى تطوير نموذج خاص يأخذ في الاعتبار الخصائص الفريدة للاقتصاد الفلسطيني. كما تؤكد الدراسة على أهمية تحسين إدارة المخاطر وتعزيز الشفافية والإفصاح في الشركات الفلسطينية.

بالنظر إلى المستقبل، يمكن إجراء المزيد من البحوث حول التنبؤ بالإفلاس المالي في فلسطين، وذلك من خلال دراسة عوامل أخرى قد تؤثر على الأداء المالي للشركات، وتقييم فعالية نماذج تنبؤ أخرى، وتطوير أدوات جديدة للتنبؤ بالإفلاس المالي. كما تُبرز الدراسة أهمية تبني سياسات مالية واستراتيجيات إدارة مخاطر تتلاءم مع التحديات المحلية، مما يوفر أرضية خصبة للبحوث المستقبلية في تطوير نماذج هجينة قادرة على التعامل مع تقلبات السوق المحلية بشكل أفضل. إن النتائج التي توصلت إليها الدراسة تقدم إطاراً متكاملًا يمكن من خلاله تحسين آليات التنبؤ المالي وتوجيه صانعي القرار نحو تطبيق استراتيجيات مالية أكثر مرونة وفعالية في بيئة اقتصادية غير مستقرة.

قائمة المراجع

المصادر والمراجع العربية

- أبو شهاب، ع.(2018). مدى فاعلية نموذج كيدا بالتنبؤ بالفشل المالي في الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان (رسالة ماجستير). جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن.
- أبو زر، م.(2021). صدق استخدام نموذج تافلر بالتنبؤ بالفشل المالي في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين وبورصة عمان (رسالة ماجستير). جامعة النجاح الوطنية، فلسطين.
- إسماعيل، إ.، وإبراهيم، م.، ومحمد، ص. (2021). دراسة مقارنة للقدرة التنبؤية بالفشل المالي باستخدام نموذجي كيدا وألتمان: دراسة تطبيقية على البنوك. مجلة جامعة الملك سعود للعلوم الإدارية، 29. (2)
- الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني. (2025). مسح الاستثمار الأجنبي في فلسطين 2024: النتائج الأساسية. رام الله - فلسطين.
- الحموي، ن. (2016). نموذج مقترح للتنبؤ بالفشل المالي في المصارف السورية الخاصة (رسالة ماجستير). كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا.
- الرفاعي، ه. (2017). التنبؤ بتعثر الشركات باستخدام نموذج ألتمان: دراسة على الشركات الصناعية المدرجة في سوق بورصة عمان (رسالة ماجستير). جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن.
- الشيخ، ف. (2008). التحليل المالي. الطبعة الأولى. رام الله، فلسطين.
- بن دريد الأزدي. (1987). جمهرة اللغة (الجزء 2، الطبعة 1). دار العلم للملايين للنشر والتوزيع.
- بن منظور، أ. ف. (1999). لسان العرب (الجزء 10، الطبعة 3). دار إحياء التراث العربي.
- بن ناصر، آ.، وبوفل، س. (2022). التنبؤ بالفشل المالي للشركات المدرجة في البورصة باعتماد نموذج كيدا: دراسة حالة عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة من 2017-2019. مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، 5. (1)

- بكير، ح.، وابن براهيم، ع. ر. (2020). دور المؤشرات المالية في التنبؤ بالتعثر المالي باستخدام التحليل التمييزي التصنيفي: دراسة حالة لعينة من المؤسسات المدرجة ببورصة الكويت في الفترة 2012-2019.
- جبور، ح.، وخلفة، ل.، ودرويش، ع. (2023). استخدام مؤشرات التحليل المالي في التنبؤ بالفشل المالي للمؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة مؤسسة بن هلال عين تموشنت (رسالة ماجستير). جامعة عين تموشنت بلحاج بوشعيب، الجزائر.
- رحيش، س.، وشنوف، ش. (2020). التنبؤ بالفشل المالي في شركات التأمين باستخدام نموذجي Sherrod و Kida: دراسة عينة من الشركات الجزائرية. مجلة البشائر الاقتصادية، 5(1).
- سلطة النقد الفلسطينية. (2023). تقرير الاستقرار المالي 2022 .
<https://www.pma.ps/ar/Statistics/Financial-Stability-Reports>
- شبيه، س. (2017). دور محافظ الحسابات في التنبؤ بالفشل المالي للمؤسسات الاقتصادية (رسالة ماجستير). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر.
- شيخه، ش.، وشريط، ن. إ.، وبكوش، آ. (2023). مساهمة المؤشرات المالية في المؤسسات الاقتصادية (رسالة ماجستير). جامعة الوادي.
- عبد الكريم، ن. (2023). تحليل أداء بورصة فلسطين خلال العام 2022. مجلة الدراسات المالية والمصرفية، 31(2)، 45-62.
- عبادي، أ.، وعبد الله، ر. (2022). اختبار مؤشرات التنبؤ بالفشل المالي باستخدام نموذج Sherrord & Springate: دراسة تطبيقية في مصرف بغداد. مجلة المنصور، 36(3).
- قانون التجارة رقم (12) لسنة 1966م.
- كيوص، ف. (2018). دور النسب المالية في التحليل والتنبؤ بالفشل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ولاية ورقلة (رسالة ماجستير). جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر.
- محمود، س. (2021). تطور أداء الشركات المدرجة في بورصة فلسطين خلال جائحة كورونا. المجلة الفلسطينية للاقتصاد والأعمال، 9(3)، 112-130.
- معمر، س. وآخرون. (2020). دور إدارة المخاطر المالية والإنذار المبكر في التنبؤ بالفشل المالي للمؤسسة. مجلة المحاسبة، التدقيق والمالية، 2(2).
- مطر، م. (2016). التحليل المالي: الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية (الطبعة 4). معهد الدراسات المصرفية، عمان، الأردن.

- منظمة العمل الدولية. (2024). تأثير الحرب في غزة على سوق العمل وسبل العيش في فلسطين. تم الاسترداد في 7 يونيو 2024 من <https://doi.org/10.54394/HDFI6057>
- نور، ع.، ومحمد، م.، وإسماعيل، إ. (2008). التحليل المالي: مدخل صناعة القرار (الطبعة 3). وائل للنشر والتوزيع.
- هيئة سوق رأس المال الفلسطينية. (2024). التقرير السنوي 2023 . <https://www.pcma.ps/SiteAssets/Pages/AnnualReports/PCMA-A-Annual-Report-2023.pdf>
- هادي، و.، وناجي. (2019). التنبؤ بالفشل المالي باستخدام نموذج ألتمان: دراسة تطبيقية لعينة من شركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.
- وهيبه، ض. (2020). استخدام نموذج ألتمان المعدل للتنبؤ بالفشل المالي: دراسة تطبيقية للمؤسسات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية. مجلة الدراسات المالية، المحاسبية والإدارية، 7. (2)
- زبدة، خ. (2021). التنبؤ بالفشل المالي باستخدام المؤشرات المالية: دراسة تطبيقية على شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين. مجلة الجامعة العربية الأمريكية للبحوث، 7. (1)

المصادر والمراجع الأجنبية

- Arifiana, R., & Khalifaturrofi'ah, S. O. (2022). The effect of financial ratios in predicting financial distress in manufacturing companies. *Jurnal Riset Bisnis Dan Manajemen*, 15(2), 103–108. <https://doi.org/10.23969/jrbm.v15i2>.
- Awad, I., & Murrar, A. (2022). The impact of financial indicators on stock returns: Evidence from Palestine Exchange. *Journal of Economics and Business*, 5(2), 156–172. <https://doi.org/10.31014/aior.1992.05.02.418>
- Dance, M., & Imade, S. (2019). Financial ratio analysis in predicting financial conditions distress in Indonesia Stock Exchange. *Russian Journal of Agricultural and Socio-Economic Sciences*, 86(2), 155–165. <https://doi.org/10.18551/rjoas.2019-02.17>
- Ding, S., Cui, T., Bellotti, A. G., Abedin, M. Z., & Lucey, B. (2023). The role of feature importance in predicting corporate financial distress in pre and post COVID periods: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 90, 102851. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102851>
- Lokanan, M. E., & Ramzan, S. (2024). Predicting financial distress in TSX-listed firms using machine learning algorithms. *Frontiers in Artificial Intelligence*, 7, 1466321. <https://doi.org/10.3389/frai.2024.1466321>
- Palestine Exchange. (2023). *PEX factbook* 2022. <https://www.pex.ps/media/1156/pex-factbook-2022-en.pdf>

- Utami, D. W., Atmaja, H. E., & Hirawati, H. (2021). The role of financial ratios on the financial distress prediction. *KINERJA*, 25(2), 287–307. <https://doi.org/10.24002/kinerja.v25i2.4484>
- Zhang, Z., Chi, G., Zhou, Y., & Liu, Y. (2025). Predicting financial distress: The power of sentiment words in business plans. *The European Journal of Finance*, 1–20. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2025.2415637>

ملحق (1): الشركات عينة الدراسة حسب قطاع نشاطها

#	الشركة	القطاع
1.	دواجن فلسطين	الصناعة
2.	بال عقار لتطوير وإدارة وتشغيل العقارات	الاستثمار
3.	بيت جالا لصناعة الأدوية	الصناعة
4.	العربية لصناعة الدهانات	الصناعة
5.	مركز نابلس الجراحي التخصصي	الخدمات
6.	تمكين الفلسطينية للتأمين	التأمين
7.	التكافل الفلسطينية للتأمين	التأمين
8.	البنك الاسلامي العربي	البنوك
9.	البنك الاسلامي الفلسطيني	البنوك
10.	شركة مصرف الصفا	البنوك
11.	ابراج الوطنية	الاستثمار
12.	المستثمرون العرب	الاستثمار
13.	بيرزيت للأدوية	الصناعة
14.	القدس للمستحضرات الطبية	الصناعة
15.	الوطنية لصناعة الكرتون	الصناعة
16.	الاتصالات الفلسطينية	الخدمات
17.	سند للموارد الإنشائية	الصناعة
18.	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	الخدمات
19.	شركة مستشفى ابن سينا التخصصي	الخدمات
20.	مطاحن القمح الذهبي	الصناعة
21.	الفلسطينية للاستثمار والائتماء	الاستثمار

الملحق (2): المتغيرات المستقلة

المعادلة	نسبة السيولة
الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة	نسبة التداول
(الأصول المتداولة - المخزون) / الخصوم المتداولة	نسبة السيولة السريعة

المعادلة	نسبة الربحية
صافي الربح / المبيعات	هامش الربح الصافي
صافي الربح / إجمالي الأصول	العائد على الأصول
صافي الربح/ إجمالي حقوق الملكية	العائد على حقوق الملكية

المعادلة	نسبة السوق
(صافي الربح - توزيعات الأسهم الممتازة) / عدد الأسهم العادية القائمة	ربحية السهم (EPS)
سعر السهم السوقي/ ربحية السهم	نسبة السعر إلى الربحية (P/E)
سعر السهم السوقي/ القيمة الدفترية للسهم	نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية (P/B)

المعادلة	نسبة النشاط
المبيعات / إجمالي الأصول	معدل دوران الأصول
صافي المبيعات الآجلة/ متوسط الذمم المدينة	معدل دوران الذمم المدينة
تكلفة البضاعة المباعة / متوسط المخزون	معدل دوران المخزون

فهرس الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
78	الشركات عينة الدراسة	ملحق (1)
96	المتغيرات المستقلة	ملحق (2)

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
10	نموذج الدراسة	الشكل (1.1)
18	مراحل الفشل	الشكل (2.1)
44	نموذج الدراسة	الشكل (3.1)

فهرس الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
جدول 3.1	توزيع الشركات بحسب القطاع	42
جدول 4.1	نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة	47
جدول 4.2	نتائج مصفوفة ارتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة	49
جدول (4.3)	تنبؤ ألتمان عام 2019	51
جدول (4.4)	تنبؤ ألتمان عام 2020	52
جدول (4.5)	تنبؤ ألتمان عام 2021	57
جدول (4.6)	تنبؤ ألتمان عام 2022	61
جدول (4.7)	تنبؤ ألتمان عام 2023	64
جدول (4.8)	نتائج اختبار الانحدار المتعدد لمحتويات نموذج ألتمان على الاداء الفعلي المقاس بالعائد على السهم	68

فهرس المحتويات

أ.....	الإقرار
ب.....	شكر وعرفان
ج.....	مصطلحات الدراسة
د.....	الملخص
و.....	Abstract
1.....	الفصل الأول
1.....	الإطار العام للدراسة
1.....	1.1 المقدمة
2.....	1.2 مشكلة الدراسة
3.....	أسئلة الدراسة
4.....	1.4 أهمية الدراسة
5.....	1.5 أهداف الدراسة
5.....	1.6 متغيرات الدراسة
6.....	1.9 نموذج الدراسة
7.....	الفصل الثاني
7.....	الإطار النظري والدراسات السابقة
7.....	2.2 المبحث الأول: الإفلاس المالي والمفاهيم المرتبطة به
12.....	2.3 التنبؤ بالفشل المالي
13.....	2.4 التحليل المالي
14.....	2.4.3 نماذج التنبؤ بالفشل المالي (التعثر)
17.....	3. نموذج بيفر (Beaver Model)
18.....	2. نموذج شيرورد (Sherrord Model)
18.....	3. نموذج كيدا (Kida Model 1981)
20.....	2.4 بورصة فلسطين: النشأة، القطاعات، والأداء المالي
23.....	2.6 الدراسات السابقة

29	التعقيب على الدراسات السابقة
30	الفصل الثالث
30	المنهجية والإجراءات
30	3.1 منهجية الدراسة
30	3.2 مجتمع وعينة الدراسة
31	3.3 أدوات الدراسة ومصادر جمع البيانات
32	3.4 متغيرات الدراسة
33	3.5 نموذج الدراسة
34	3.6 إجراءات الدراسة وأساليب تحليل البيانات
35	الفصل الرابع
35	نتائج الدراسة
35	4.1 الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة
36	4.2 مصفوفة ارتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة
54	الفصل الخامس
54	مناقشة نتائج الدراسة والتوصيات
54	مقدمة
54	5.1 مناقشة النتائج المتعلقة بأسئلة الدراسة
57	5.3 التوصيات
58	5.4 قيود الدراسة
59	5.5 الخاتمة
60	قائمة المراجع
60	المصادر والمراجع العربية
66	فهرس الملاحق
67	فهرس الأشكال
68	فهرس الجداول
69	فهرس المحتويات