

قال رسول الله صلى الله عليه وسلم - :
" وإذا أردت بعبادك فتنة فقبضنا إليك غير
مفتونين يا رب العالمين "

الإهداء

لم تكن الرحلة قصيرة و لا ينبغي لها أن تكون لم يكن الحلم قريباً ولا الطريق كان مخفوفاً
بالتسهيلات لكنني فعلتها ، فاللهم لك الحمد لأنك وفقنتني على اتمام هذا العمل و تحقيق نجاحي
اهدي تخرجي إلى من أحمل اسمه بكل فخر إلى من حصد الأشواك عن دربي ليمهد لي طريق العلم
إلى " أبي الغالي "

بعد فضل الله ما أنا فيه يعود إلى أبي ، الرجل الذي لم ينل و لو جزء بسيط مما حصلنا عليه ، و الرجل
الذي سعى طوال حياته لكي نكون أفضل منه

إلى اليد الخفية التي أزالته عن طريقي الأشواك ، و من تحملت كل لحظة ألم مررت بها و ساندتني
عند ضعفي " أمي الحبيبة "

لأخوتي و لضلعي الثابت إيمان ، مروة ، صفاء ، آية ، أكرم ، ريان
و لرفاق السنين ، و لكل من كان عوناً و سنداً في هذا الطريق
ممتنة لكم جميعاً ، ما كنت لأصل لولا فضلكم من بعد الله

أميرة علياء

الاهداء

أحمد الله عزوجل على منه وعونه لإتمام هذا البحث . إلى الذي وهبني كل

مايملك حتى احقق له اماله الى بهجة و جمال حياتي . أبي جمال

الغالي على قلبي اطال الله في عمره . إلى سندي في الشدائد إلى التي كانت دعواها لي

بالتوفيق تتبعني خطوة خطوة في عملي الى من إرتحت كلما تذكرت ابتسامتها في

وجهي نبع الحنان قوتي في الحياة إلى جميلتي أمي جميلة أعز ملاك على قلبي والعين اطال الله في عمرها

إلى روح أختي الزكية الطاهرة التي كانت سندي ومسندي في الحياة إلى الوفية أختي وفاء رجمها الله

برحمته إلى جواهر البيت أخواتي وسيلة , وهيبة , يوبيا إلى قوتي

الى كنتفي الأيمن و الأيسر إخوتي ميهاد , دودو . إلى عصافيري صغار لوي , انس , قصي .

شكر و تقدير

ربي أوزعني أن أشكر نعمتك علي و على والدي و أن أعمل صالحا ترضاه و أدخلني

برحمتك في عبادك الصالحين

ثم لا يسعنا إلا أن نتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذة "عماني لمياء" التي شرفتنا بإشرافها على المذكرة و كذلك على التوجيهات التي منحتها لنا

كما نتقدم بجزيل الشكر إلى الأستاذ "هتهات السعيد" الذي لم ييخل علينا بوقته الثمين ولا ننسى أن نتقدم ب جزيل الشكر إلى السيد "أحمادي علي" خبير الحسابات على نصائحه و إرشاداته في المجال المالي و إلى الصديقة الطالبة "مأمون انفال" على النصائح والتوجيهات التي قدمتها لنا ولا يفوتنا أن نتقدم بجزيل الشكر إلى كل من ساعدنا و مد لنا يد العون من قريب أو بعيد

و نسأل الله عز وجل أن يزدنا علما و ينفعنا بما علمنا إنه ولي ذلك

و القادر عليه

الملخص: تهدف هذه الدراسة إلى اختبار أثر مؤشرات الملاءة المالية على القيمة السوقية للأسهم من خلال عينة مكونة من 09 شركات صناعية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2022). ومن أجل معالجة هذه الإشكالية تم الاعتماد على نماذج السلاسل الزمنية المقطعية ، حيث تم التعبير على الملاءة المالية كمتغير مستقل بكل من نسبة حقوق الملكية، نسب السيولة، رافعة المالية، بينما تم التعبير عن قيمة الشركة كمتغير تابع بالتغير في القيمة السوقية للأسهم. توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة حقوق الملكية ونسب السيولة والرافعة المالية كمؤشرات للملاءة المالية والقيمة السوقية للأسهم لعينة الدراسة خلال هذه الفترة.

الكلمات المفتاحية

ملاءة مالية، حقوق الملكية، مؤشرات السيولة، رافعة مالية، قيمة سوقية للأسهم.

Abstract This study aims to test the impact of financial solvency indicators on the market value of shares through a sample of 09 industrial companies listed on the Amman Stock Exchange during the period (2013-2022). Panel Data", where the solvency was expressed as an independent variable in each of the equity ratio, liquidity ratios, and financial leverage, while the value of the company was expressed as a dependent variable in the market value of shares.

The study concluded that there is no statistically significant relationship between each of the equity ratio, liquidity ratios, and financial leverage as indicators of financial solvency and the market value of shares for the study sample during this period.

Key Words solvency, Property rights, Liquidity Index, leverage liv Index,, stock market value

قائمة المحتويات

VI	قائمة المحتويات
VII	قائمة الجداول
XIII	قائمة الأشكال البيانية
XIV	قائمة الاختصارات والرموز
ب	مقدمة:
1	الفصل الأول: الإطار النظري و المفاهيمي للملاءة المالية و أثرها على قيمة الشركة
2	تمهيد:
3	المبحث الأول: مدخل للملاءة المالية وقيمة الشركة
3	المطلب الأول: ماهية الملاءة المالية في الأدبيات النظرية
6	المطلب الثاني: خصوصية الملاءة المالية و طرق تقييمها
Error! Bookmark not defined.	المطلب الثالث: أثر الملاءة المالية على قيمة الشركات المدرجة في البورصة
14	المبحث الثاني : الدراسات السابقة التي تناولت موضوع الملاءة المالية
14	المطلب الأول: تقديم الدراسات السابقة العربية و الأجنبية
17	المطلب الثاني: المقارنة بين الدراسات السابقة و الدراسة الحالية
21	خلاصة الفصل الأول:
22	الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لأثر مؤشرات الملاءة المالية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة عمان
23	تمهيد:
24	المبحث الأول: الطريقة و الأدوات المستخدمة في الدراسة
24	المطلب الأول: الطريقة المعتمد عليها في الدراسة
27	المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة
29	المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها
29	المطلب الأول: عرض و تحليل نتائج الدراسة :
33	المطلب الثاني: تحليل النتائج المتوصل إليها و مناقشتها
39	خلاصة الفصل الثاني :
41	خاتمة
39	المصادر والمراجع
42	الملاحق

قائمة الجداول

10	الجدول رقم 1	كيفية حساب هامش الملاءة المالية
25	الجدول رقم 2	شركات عينية الدراسة
26	الجدول رقم 3	طريقة حساب المتغيرات المعتمدة في الدراسة
30	الجدول رقم 4	نتائج الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة
30	الجدول رقم 5	مصفوفة الارتباط بين المؤشرات
31	الجدول رقم 6	نتائج النموذج التجميعي
32	الجدول رقم 7	نتائج نموذج تأثيرات ثابتة
33	الجدول رقم 8	نتائج نموذج تأثيرات العشوائية

قائمة الأشكال البيانية

- الشكل رقم 1 مصطلحات مرتبطة بالملاءة المالية 5
- الشكل رقم 2 نموذج متغيرات الدراسة 27

قائمة الاختصارات والرموز

الاختصار / الرمز	الدلالة
MVS	القيمة السوقية للأسهم
PDP	نسبة حقوق الملكية
LA	سيولة الأصول
TA	إجمالي الأصول
LE	الرافعة المالية
CR	نسبة التداول

مقدمة

مقدمة:

تعزز الملاءة المالية قدرة الشركات على النمو و التوسع، و الشركات التي تتمتع بالملاءة المالية تتوفر لديها قاعدة قوية للتخطيط الإستراتيجي و لرسم الاستراتيجية المالية المناسبة واتخاذ القرارات المالية بأريحية، و الذي يمكنها من التعامل مع المخاطر المستقبلية بشكل أفضل و تحقيق الاستقلال المالي.

إن تحليل مؤشرات الملاءة المالية وعلاقتها بقيمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية يوفر رؤية حول استدامة الشركات و قدرتها على التكيف مع التحديات المالية المتغيرة ، فالشركات ذات الملاءة المالية الجيدة تكون أكثر قدرة على تمويل نموها و الاستفادة من فرص الاستثمار الجديدة .

يتطلب تحقيق الملاءة المالية التخطيط المالي الجيد، و قدرة الشركات على اتخاذ القرارات المالية الصائبة للحفاظ على مكانتها التنافسية و تعظيم القيمة السوقية لأسهم الشركة و بالتالي خلق القيمة للمساهمين الذي يعتبر هدفا أساسيا لكل استراتيجية مالية .

● انطلاقاً مما سبق يمكن طرح الإشكالية الرئيسية التالية:

– ما مدى تأثير مؤشرات الملاءة المالية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2013-2022)؟

الإشكاليات الفرعية

- ما مدى تأثير نسبة حقوق الملكية على قيمة الشركة؟
- ما مدى تأثير مؤشرات السيولة على قيمة الشركة؟
- ما مدى تأثير نسبة الرافعة المالية على قيمة الشركة؟

فرضيات الدراسة

بناءً على الدراسات السابقة التي تم تجميعها وتحليلها وتلخيص نتائجها تم صياغة فرضيات الدراسة كما يلي:

● **الفرضية الأولى:** توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مؤشر حقوق الملكية الذي يعبر عن الملاءة المالية والقيمة السوقية للشركة، ويرجع سبب ذلك لأهمية التوازن ضمن الهيكل المالي لإستمرار حياة الشركات لأنه يمول إستثماراتها و يحدد لها فرص النمو المستقبلية التي ستقابلها.

● **الفرضية الثانية:** توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات السيولة التي تعبر عن المرونة المالية والقيمة السوقية للشركة، لأن السيولة أو الموجودات النقدية هي السبيل الأول لزيادة التدفقات النقدية والمساعدة على إتخاذ القرارات ومواجهة الإلتزامات والصدمات السلبية الطارئة.

● **الفرضية الثالثة:** توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية وقيمة الشركة، من خلال قدرة الشركات على الاقتراض وعلى إستثمار الأموال المقترضة والتحكم في المخاطر الناتجة عنها وإدارتها بشكل جيد للاستفادة من آثار الرفع المالي الإيجابية في ظل إدارة جيدة للديون.

أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى:

- تقديم إطار نظري مناسب للملاءة المالية التي تشير الكثير من الأدبيات إلى أنها لا تزال مفهوماً غامضاً، أو محدود الاستعمال وضمن قطاعات محددة كالتأمين و كذلك للعلاقة المفترضة بين الملاءة المالية وقيمة الشركة.
- إختبار تأثير الملاءة المالية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2013-2022).

أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة في بيان تأثير الملاءة المالية على قيمة الشركة من خلال تحليل عدة مؤشرات لها علاقة مباشرة معها لكونها تمثل عنصراً هاماً في الإستراتيجية المالية للشركة من خلال القدرة على مواجهة الالتزامات حسب الاستحقاقات، دون التأثير السلبي على الربحية والقيمة.

دوافع إختيار الموضوع

- أهمية وجاذبية الموضوع ضمن تخصص مالية المؤسسة.
- قيمة وأهمية الموضوع بالنسبة للشركة كونه يساعد في إتخاذ القرارات المالية ووضع الاستراتيجية المالية الملائمة.
- محاولة تقديم إضافة تساعد على فهم المتغيرات المتعلقة بالملاءة ومعرفة تأثيرها على قيمة الشركة.

الإطار الزمني والمكاني

تتمثل الحدود الزمنية للدراسة في الفترة (2013-2022)، أما عن الحدود المكانية فتتمثل في بورصة عمان من خلال عينة من الشركات المدرجة فيها و بالتركيز على قطاع الصناعة

المنهج المعتمد

تعتمد الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي لدراسة الإشكالية وإختبار صحة الفرضيات و مناقشة النتائج وفهم الموضوع وتنظيمه، من خلال دراسة الحالة باستخدام أدوات ونماذج قياسية من أجل تحقيق أهداف البحث.

مراجع الدراسة

تم الإستعانة بمجموعة من المصادر ذات الصلة بالدراسة المتمثلة في:

- ✓ مصادر ثانوية: تتمثل في الكتب والمقالات والمذكرات الجامعية والدراسات السابقة التي لها علاقة بموضوع الدراسة.
- ✓ مصادر أولية: تتمثل في:
 - القوائم والتقارير المالية الصادرة عن الشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة (2013-2022). المنشورة في الموقع الرسمي للبورصة.
 - التقارير الإحصائية السنوية وأسعار الإغلاق اليومية من الموقع الرسمي لبورصة عمان.

صعوبات الدراسة

في إطار إعداد هذا البحث تم مواجهة بعض الصعوبات من ضمنها:

- نقص المراجع باللغة العربية التي تناولت موضوع الملاءة المالية.

- نقص الكفاءة والخبرة في البرامج الإحصائية أدى إلى بطء سيرورة العمل.

هيكل الدراسة

للإجابة على إشكالية الدراسة وحلها تم تقسيم الموضوع إلى فصلين تبدأ بالمقدمة وتنتهي بالخاتمة مع الإلتزام بتطبيق

طريقة IMRAD، بحيث تضمنت فصول هذه الدراسة ما يلي:

✓ **الفصل الأول:** متعلق بالجانب النظري للدراسة بحيث تم تقسيمه إلى مبحثين ، يتناول المبحث الأول ماهية الملاءة المالية،

وفي الأخير تضمن المبحث الثاني عرض و تقييم الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع.

✓ **الفصل الثاني:** وهو الفصل المتعلق بالجانب التطبيقي من خلال دراسة شملت عينة من أسهم الشركات المدرجة في بورصة

عمان للفترة الممتدة (2013-2022). تم تقسيمه إلى مبحثين، خصص المبحث الأول لعرض الطريقة والأدوات

المستخدمة أما المبحث الثاني فخصص لتحليل ومناقشة نتائج الدراسة المتوصل إليها.

الفصل الأول: الإطار النظري والمفاهيمي

للملاءمة المالية و أثرها على قيمة الشركة

تمهيد:

تعتبر الملاءة المالية و أثرها على قيمة الشركة من ضمن الأبحاث الحديثة الأساسية في الإقتصاد الناشىء ، و نظرا للأزمات الذي يشهدها العالم اليوم و التي بدورها تؤثر في الإقتصاد العالمي حيث تؤدي إلى وجود تقلبات في السوق المالي و ظهور بيئة أعمال مضطربة و أمام هذا الوضع يتطلب من الشركات التي ترغب في البقاء و الإستمرارية أن تكون ملاءتها عالية، لذا تم التطرق من خلال هذا الفصل إلى عرض الجوانب النظرية المرتبطة بالدراسة.

إضافة عن ذلك سيتم التطرق إلى الدراسات السابقة التي لها علاقة مباشرة وغير مباشرة بالموضوع بغرض توضيح وفهم المتغيرات الأساسية، فكان هيكل الفصل الأول كالتالي:

✓ **المبحث الأول:** ماهية الملاءة المالية.

✓ **المبحث الثاني:** الدراسات السابقة التي تناولت موضوع الملاءة المالية.

المبحث الأول : مدخل إلى الملاءة المالية وقيمة الشركة

ترتبط الملاءة المالية بجوانب مهمة في حياة المنظمات و الشركات بمختلف أنواعها فهي ضمن الإستراتيجية المالية الفعالة لمواجهة الإلتزامات المختلفة التي تواجه الشركات لذا تم التطرق في هذا المبحث إلى مفهوم الملاءة المالية ، أهم المصطلحات المتعلقة بها ، طرق تقييمها و علاقتها بقيمة المؤسسة

المطلب الأول : ماهية الملاءة المالية في الأدبيات النظرية

سنتطرق في هذا المطلب إلى ظهور و تطور الملاءة المالية و إلى مفهوم الملاءة المالية

الفرع الأول : ظهور وتطور مفهوم الملاءة المالية

منذ ظهور الملاءة في عام 1974, كانت مجموعة دراسة التأمين العامة تدرس جوانب مختلفة من الملاءة المالية لشركات التأمين العامة و تم التوصل إلى عدد من النتائج لمناقشتها في عدة ندوات. و تم إيداعها في المكتبة في Staple Inn ولكن لم يتم تقديمها أو اتاحتها للجمع في المهنة , في ندوة دبلن في أكتوبر 1981 تم العمل على جوانب مختلفة للملاءة المالية : (المخاطر التقنية) , (مخاطر الاستثمار) , (مخاطر إعادة التأمين). غطت هذه الجوانب مجالا واسعا لكنها افتقرت الى موضوع متماسك ، تم وضع بعض الأعمال معا في ندوة ستراتفوردي في نوفمبر 1982 , كان بولهير في ذلك الوقت مهتما بدراسة الملاءة الفنلندية التي تم تقديمها مؤخرا الى ندوة ASTIN في لياج

في أعقاب ندوة ستراتفوردي , تم تشكيل فريق عمل جديد حول الملاءة و كانت الاختصاصات كالتالي:

أ.مراجعة الدروس المستفادة من التقرير الفنلندي حول ملاءة شركات التأمين و احتياطات التكافؤ , و اقتراح تحقيقات محددة يمكن إجراؤها في المملكة المتحدة من أجل تطوير العمل الفنلندي
ب.النظر في المدى الذي ينبغي أن ينعكس فيه تغير نتائج الشركة في الأساليب والأسس المستخدمة في تقييم الأصول و الخصوم¹.

تعود ظهور فكرة الملاءة المالية (بمفهوم ضيق). تزامنا مع ظهور التحليل المالي في القرن ال 19 , فقد أثبت الباحثان (doogar and jensen 1990). أن عنصر الملاءة من أهم العوامل النجاعة و هو الأكثر اعتمادا في معرفة مدى قدرة الشركات على الوفاء بالتزاماتها اتجاه الغير².

وعليه مع بداية سنة 1990 , تزايدت الدعوة لتطوير أساليب قياس الملاءة , فانتقلت معظم الاقتصاديات الرئيسية في العالم لقياس ملاءتها المالية من معايير رأس المال الثابت المستند إلى القواعد المحاسبية إلى شكل من أشكال رأس المال الذي يأخذ بعين الاعتبار المخاطر¹.

¹D. Daykin et al, *The Solvency of General Insurance Companies*, Journal of the Institute of Actuaries, Vol 111, No 02, (SEPTEMBER 1984), p 229-239

²Sharon A. DeVaney, *The Usefulness of Financial Ratios as Predictors of Household Insolvency: Two Perspectives*, Financial Counseling and Planning, Vol 5, 1994, p 06.

الفرع الثاني : مفهوم الملاءة المالية

يتم عرض بعض المفاهيم للملاءة المالية كما يلي:

1. الملاءة المالية تعني بشكل عام , القدرة أو الكفاءة أو الجدارة في مواجهة الالتزامات بصورة كاملة عند استحقاقها².
 2. عرف (Daykin et al , 1984) الملاءة المالية بأنها تستخدم أحيانا في إطار أوسع للإشارة إلى القوة المالية ، الربحية على المدى الطويل و النمو المتوقع³.
 3. عرف (Lu Xiong , 2014) الملاءة المالية من زاويتين ، من زاوية "نظرية الإفلاس Ruin Theory" أن شركة التأمين تكون ذات ملاءة ما إذا كان أصول الشركة أكبر من التزاماتها ، ومن زاوية " نظرية السيولة Liquidity Theory" أن شركة التأمين تكون ذات ملاءة في حالة قدرتها على الوفاء بالتزاماتها الحالية.
 4. عرف (Ran , 1983) الملاءة المالية هي الفرق بين القيمة السوقية للأصول و القيمة الحالية للالتزامات على أن يكون دائما لصالح القيمة السوقية للأصول.
 5. و طبقا لـ Oxford English Dictionary الملاءة المالية تعني وجود المال الكافي (الأصول < المطلوبات). لمواجهة الالتزامات المتوقعة⁴.
 6. الملاءة المالية تعرف بأنها القدرة على الدفع و تحسب بطرح قيمة مطلوبات المؤسسة من قيمة موجوداتها ، ويعبر عنها بتوفر النقد الكافي على المدى الطويل للوفاء بالالتزامات المالية عند استحقاقها⁵
- ويمكن تلخيص أهم المصطلحات المرتبطة بالملاءة المالية فيما يلي :

¹سعاد بوشلوش، إدارة المخاطر المالية في شركات التأمين وإجراءات الرقابة فيها - دراسة ميدانية على عينة من شركات التأمين الجزائرية، رسالة دكتوراه، تخصص تسيير

المنظمات، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية و علوم التسيير - جامعة محمد بوقرة بومرداس - الجزائر، 2015، ص01

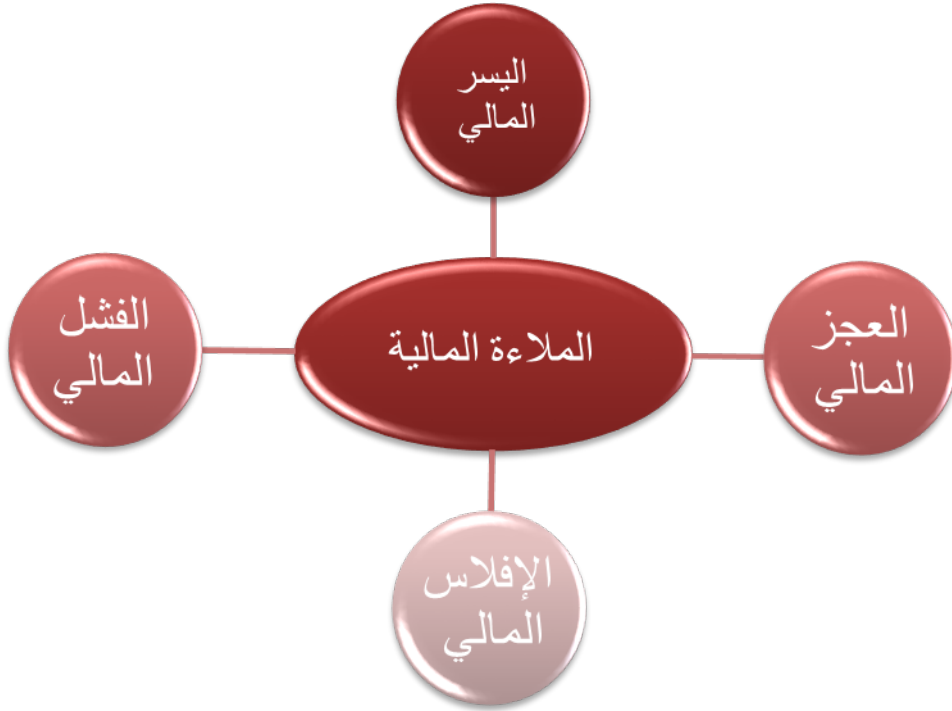
²عبد اللطيف عبد، الملاءة شرط الوجود و شرط الاستمرار، مجلة التنمية و التأمين، العدد 26، نوفمبر 2004، ص05

³D. Daykin et al, **The Solvency of General Insurance Companies**, Journal of the Institute of Actuaries, Vol 111, No 02, (SEPTEMBER 1984), p 283.

⁴طار عبد القدوس، بناء نموذج لقياس و تقييم الملاءة المالية لشركات التأمين - دراسة قياسية تحليلية للتأمينات العامة في الجزائر لفترة 2010-2015 - رسالة دكتوراه، تخصص بنوك و تأمينات ، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير و علوم تجارية - جامعة قاصدي مرباح ورقلة -، الجزائر 2019 ص 06-07

⁵شاهر فلاح العرود، اثر الملاءة المالية على القيمة السوقية لسعر السهم في البنوك التجارية الأردن، المؤتمر الدولي التاسع (الوضع الاقتصادي وخيارات المستقبل)، جامعة القصيم، كلية الاقتصاد و الإدارة قسم المحاسبة، المملكة العربية السعودية، دون سنة النشر، ص05

الشكل رقم 1 : مصطلحات مرتبطة بالملاءة المالية



المصدر: من إعداد الطالبتان.

أولاً-اليسر المالي : يرتبط اليسر المالي بمصطلح الملاءة من جانبين ، فالجانب الأول والذي يمثل اليسر المالي الفعلي أو القانوني يهدف إلى دراسة ملاءة شركات التأمين على المدى الطويل ، و هو ما يتعارض مع مبدأ استمرارية الشركات و بقاءها في ميدان نشاطها ، أي تحقيق الملاءة دون تحقيق عنصر الإيفائية على المدى القصير ¹ ، و يقصد باليسر المالي الفعلي قدرة الشركة على سداد جميع التزاماتها اتجاه الغير في حالة التصفية الفعلية لأصول الشركة ²

ثانياً-الفشل المالي : يتراوح الفشل المالي Financial Failure بين العسر الفني Technical Insolvency أي الحالة التي تكون فيها أصول الشركة أكبر من خصومها لكنها غير قادرة على أداء التزاماتها اتجاه الغير، وبين العسر القانوني Real Insolvency حيث تزيد قيمة الخصوم عن الأصول ويصبح رأس المال بالسالب وعادة ما يكون العسر القانوني كمحصلة

¹ كراش حسام، نحو نموذج مقترح لمعايير الملاءة المالية في شركات التأمين الجزائرية على ضوء تجارب بعض الأنظمة الدولية-الاتحاد الأوروبي، كندا، الولايات المتحدة الأمريكية -، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات التأمين، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التنسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، 2014، ص 43

² طار عبد القدوس، مرجع سبق ذكره، ص 08

نمائية للعسر الفني، لذا كثيرا ما يقود هذا النوع من العسر إلى الإفلاس أو التصفية¹، كما بعد العسر المالي كحالة عكسية لليسر المالي، وحسب بعض الباحثين فيرى أن الفشل المالي أنه العسر المالي الفني نفسه وهو عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها اتجاه الغير في المواعيد المقررة في الأجلين القصير والطويل²، وفي نفس السياق يتفق العديد من الباحثين على وجود نوعين من الفشل، فشل اقتصادي وهو الحالة الذي يحدث فيها عندما يكون العائد المتحقق على المال المستثمر أقل من متوسط تكلفة الأموال، كما لا يترتب على الفشل الاقتصادي اشهار افلاس الشركة وإن كان يستوجب تصفيته، وفشل مالي والذي يعبر عن حالة عدم كفاية السيولة أو حالة اعسار المالي علما أن الشركة إذا وقعت في فشل قانوني فيفضل اتخاذ اجراءات تصحيحية أو إعادة تنظيم الشركة.

ثالثا - العجز المالي : وهو "عملية" و "حالة"، فمن حيث أنه "عملية" فهو ليس نتيجة للحظة، ولكن ناجم عن العديد من الأسباب التي تفاعلت وتفاعل عبر مراحل زمنية تطول أو تقصر، وتؤدي إلى "الحالة" التي عليها المؤسسة من عدم قدرتها على سداد التزاماتها والحصول على التزامات جديدة، في المقابل يتفق العديد من الباحثين أن الشركة عاجزة أساسا إلى عدم قدرتها على سداد التزاماتها المالية التي استحققت فعلا، أو التي تستحق في الأجل القصير وإن هذا العجز ناجم أساسا عن عدم التوازن بين الموارد الذاتية والالتزامات الخارجية³.

رابعا - الإفلاس المالي: وهي المرحلة النهائية، و تكون نتيجة لاستمرار العجز في السيولة و العسر المالي المستمر، وبالتالي يجب تصفية الشركة لغرض توفير النقد اللازم لتسديد الديون و اتخاذ الإجراءات القانونية لحماية حقوق المقرضين، و يمكن القول أن الإفلاس هو نتيجة لعدم التمكن من مواجهة مخاطر الفشل المالي⁴.

المطلب الثاني: خصوصية الملاءة المالية و طرق تقييمها

تتم المنظمات و الشركات بالملاءة المالية لأنها تعبر عن قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها على المدى الطويل و لذلك سوف نتطرق في هذا المطلب إلى خصوصية الملاءة المالية و طرق تقييمها .

الفرع الأول : خصوصية الملاءة المالية

¹ طار عبد القدوس، مرجع سبق ذكره، ص 08-09

²سعاد بو شلوش، مرجع سبق ذكره، ص 04

³ طار عبد القدوس، مرجع سبق ذكره، ص 08-09

⁴عبد الخالق أودينة، أبوبكر بوسالم، أحمد شعشوع، استخدام نموذجي "Kida" و "Sherrod" في التنبؤ بالفشل المالي للشركات-دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة الجزائر (2014/2018)،مقال منشور في مجلة البحوث و الدراسات التجارية، مجلد 05 عدد01 (2021)،ص119

عند دفع الالتزامات المالية المختلفة يجب عدم المساس بأصول الشركة ، بمعنى أنه من الطبيعي أن الشركة تستطيع الوفاء بالتزاماتها عن طريق دفع المطالبات من الدخل الخاص بالأقساط الجديدة حتى لا تعرض الشركة أصولها للوفاء بالتزاماتها. فحملة الوثائق لا يهمهم فقط قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها الآن، وإنما يهمهم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها طوال مدة سريان الوثيقة .

كما يعد أسلوب المؤشرات أو النسب المالية من أحدث أساليب التحليل المالي، حيث يرجع إلى بداية القرن العشرين نتيجة ظهور المديرين المحترفين وانفصال الملكية عن الإدارة في المشروع وما استتبع ذلك من ضرورة نشر النتائج والتقارير الدورية، مما نتج عنها الكثير من النسب والمؤشرات المالية التي تخدم جميع الأطراف، ويرجع الفضل في ذلك للبنوك في اكتشاف نسبة هامة في التحليل المالي عام 1908 وهي نسبة التداول .

يعتمد أسلوب المؤشرات المالية على حقيقة أن هناك دائما حجوما نسبية أو معدلات أو علاقات بين عناصر القوائم المالية المختلفة في تاريخ معين، ويتلخص هذا الأسلوب في حساب مجموعة من النسب أو المؤشرات المالية النمطية مقدما بين عناصر القوائم المالية المختلفة، وتختلف هذه النسب والمؤشرات حسب النشاط، وخبرة المحلل، وخبرة المشروع وهدف الشخص القائم بالتحليل.

كما تتوقف الدقة في هذه المؤشرات المالية على سلامة الفروض والمبادئ العلمية والقواعد والعرف في السنوات المختلفة، وبالرغم من ذلك فإن هذه النسب والمؤشرات لا تعتبر ثابتة بل يجب أن تتمتع بالمرونة الكافية لمواجهة كافة المتغيرات الداخلية والخارجية، ولذلك يجب أن تتغير باستمرار في كل فترة أو في كل عدد معين من السنوات.

كما أنه وفي نهاية كل فترة زمنية يقوم المسؤولون في المؤسسة بحساب مجموعة النسب والمؤشرات الفعلية أو الواقعية، ثم تقارن هذه النسب بمثلتها من النسب والمؤشرات النمطية والمحسوبة مقدما، وذلك لتحديد الفروق والانحرافات بين الفعلية والمتوقع ومن ثم دراسة هذه الانحرافات وتحليل أسبابها¹.

الفرع الثاني: طرق تقييم الملاءة المالية

فيما يلي يتم توضيح طرق تقييم الملاءة المالية .

• أولا-نسب تقييم الملاءة قصيرة الأجل :

(1) نسبة التداول: لدراسة مقدرة المؤسسة على سداد ديونها عند استحقاقها تستخدم هذه النسبة والتي هي عبارة عن علاقة الأصول المتداولة بالخصوم المتداولة.

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

¹محمد الحبيب شربي، دور الملاءة في تسيير المخاطر المالية في المؤسسات الاقتصادية- دراسة حالة مؤسسة تسوية و أشغال الطرق ورقلة للفترة 2012/2015- ، مذكرة ماستر ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، ص 02

(2) نسبة السيولة السريعة : و يقصد بالأصول السائلة مجموع الأصول المتداولة مطروح منه المخزون السلعي و المصروفات المدفوعة مقدما .

و هذه النسبة مماثلة لنسبة التداول ، إلا أنها لا تشمل على مخزون البضاعة ، كأصول يمكن تصفيتها بالسرعة المطلوبة وبالتالي فإن هذه النسبة تستخدم معايير أكثر تشددا في قياس قدرة الشركة على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل .

نسبة السيولة السريعة = الأصول السائلة / الخصوم المتداولة

(3) نسب النقدية : و تبين نسب النقدية عدد مرات قابلية الأصول النقدية على تغطية الالتزامات المتداولة ، و تعتبر المؤشر على المدى الذي تستطيع المؤسسة دفع التزاماتها المتداولة ، بواسطة السيولة النقدية المتوفرة لديها ، و تجدر الإشارة إلى أن عدد قليل من المؤسسات تحتفظ بسيولة نقدية كافية لمواجهة كل الالتزامات قصيرة الأجل ، وبالتالي فإن هذه النسبة غير شائعة الاستخدام ، خاصة و أنها تتجاهل مواعيد استحقاق الالتزامات قصيرة الاجل خلال السنة المالية¹.

نسبة النقدية = النقد و ما في حكمه / الخصوم المتداولة

• ثانيا-ملاءة نسبة تغطية الفوائد و الضرائب و الاستهلاكات

(1) تغطية الضرائب و الاستهلاكات : و تعني قدرة المؤسسة على سداد الضرائب و أفساط الاستهلاكات و الاطفاءات خلال موعد استحقاقها دون تأخير من خلال أرباح المؤسسة .

تغطية الضرائب و الاستهلاكات = الأرباح قبل الفوائد / مجموع الضرائب و الاستهلاكات

(2) نسب تغطية الفوائد : تقيس هذه النسبة مدى قدرة المؤسسة على دفع فوائد قروضها من الأرباح التي تحققها في دورة الاستغلال .

نسبة تغطية الفوائد = النتيجة قبل الفوائد و الضرائب / مصروف الفائدة

إذا كانت النسبة أكبر من الواحد دل ذلك على قدرة المؤسسة على تسديد فوائد قروضها ، أما إذا كانت أقل من الواحد دل ذلك على عجز المؤسسة عن تسديد فوائد قروضها فهذه النسبة مؤشرا لمدى الأمان الموفر لأصحاب القروض في الحصول على فوائد قروضهم .

و على الرغم من أهمية النسبة السابقة و كفايتها في التعبير عن قدرة المؤسسة على الوفاء بفوائد القروض إلا أنها لا تعكس اليسر المالي الكامل للمؤسسة ، لأن الفائدة ليست الالتزام الوحيد أمام المؤسسة بل هناك قسط الدين الواجب دفعه ، من أجل هذا يجب الاعتماد على مؤشر آخر² .

• ثالثا-نسب تقييم الملاءة طويلة الأجل – نسب هيكل رأس المال –

¹محمد الحبيب شربي، مرجع سبق ذكره، ص 03

²نفس المرجع السابق، 04-03

(1) نسبة المديونية: وتعتبر هذه النسبة من أكثر المؤشرات استخداما لقياس درجة مصادر التمويل الخارجية في الهيكل التمويلي للمؤسسة ، و تحديد مقدار الديون لكل دينار من مجموع الأصول . و تفيدنا هذه السنة في أخذ فكرة عن حجم المخاطر المحتملة التي تواجهها المؤسسة من حيث عبء ديونها .

نسبة المديونية = مجموع الخصوم / مجموع الأصول

(2) نسبة الملكية : و تستخدم هذه النسبة في تحديد النسبة المئوية التي سيحصل عليها حملة الأسهم العادية من مجموع الأصول في حالة التصفية¹ .

نسبة الملكية = مجموع حقوق المساهمين العادين / مجموع الأصول

(3) نسبة الديون إلى حقوق الملكية : و تبين هذه النسبة أهمية مجموع الديون المترتبة على المنشأة بالمقارنة مع حقوق الملكية المتمثلة في رأس المال و الاحتياطات و لأرباح المحتجزة، و تؤثر من جهة أخرى إلى درجة المخاطرة التي تكبر كلما ارتفعت هذه النسبة في حين أن انخفاضها يعني ان استقلالية أكبر للمنشأة نتيجة اعتمادها بشكل أساسي على أموالها الخاصة و تحسب كالتالي :

نسبة الديون إلى حقوق الملكية = مجموع الديون طويلة و قصيرة الأجل/مجموع حقوق الملكية

(4) نسبة التمويل الخارجي : و تستخدم هذه النسبة لقياس مدى اعتماد المنشأة في تمويل أصولها على الأموال المقترضة و تدعى هذه النسبة أيضا بنسبة الرافعة المالية و تعتبر هذه النسبة مؤشرا لمدى توجه المنشأة في تمويل أصولها من مصادر تمويل خارجية و ارتفاعها يعتبر مؤشرا إيجابيا من ناحية الربحية لأنها ستزداد مادام معدل الفائدة أقل من معدل العائد على الاستثمار ، ولكن من ناحية أخرى لها اثر سلبي على الاستقلال المالي للمنشأة ، و يعود على الإدارة مسؤولية إيجاد التوازن المناسب و تحسب كما يلي :

نسبة التمويل الخارجي = إجمالي ديون طويلة الأجل / مجموع الأصول

(5) درجة الرافعة المالية : تشير الى نسبة التغير في عائد السهم العادي نتيجة التغير ب نسبة معينة في صافي الربح قبل الفوائد و الضرائب و يمكن قياسها مباشرة بالمعادلة التالية² :

درجة الرافعة المالية = ربح التشغيل قبل الفوائد و الضرائب / صافي الربح قبل الضرائب

• رابعا - هامش الملاءة

تعريف هامش الملاءة : يمثل هامش الأمان الإلزامي المحتفظ به ، الذي يعد الانخفاض عنه إنذار مبكر لإحداث الإجراءات التصحيحية من قبل الشركة أو بتدخل الهيئات التنظيمية³ ، ونظرا لأهمية هامش الملاءة نجد الهيئات التنظيمية عادة ما تفرض حد الزامي من الهامش و الذي يعد بمثابة انذار مبكر من أجل اتخاذ بعض الإجراءات التصحيحية من قبل الشركة أو

¹ نفس المرجع السابق، ص 04

² <http://www.asca.sy/download/PDF/Seminars/Lecture2011-3-1.pdf>

³ تدير أولاد سالم، عمر الفاروق زرقون، محمد السعيد أوبيرة، تقييم الملاءة المالية في شركات التأمين-دراسة حالة الشركة الوطنية للتأمين خلال الفترة 2013/2018-، مقال منشور في المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية و المالية ، المجلد 07، العدد 02 (2021)، ص 15

تتدخل الهيئات التنظيمية قبل الوقوع في حالة اللاملاء¹، وقد أطلق على هامش الملاءة بـ " الرأس المالي الإضافي " أساسه امتصاص المخاطر الملازمة (*Inherent risks*). نتيجة التغيرات المتوقعة في قيم الأصول و الخصوم ، في حين عرفته الهيئة الإشرافية لنيوزيلندا بأنه الفائض الناتج عن تجاوز مقدار الهامش الفعلي للشركة عن الحد الأدنى للهامش (القانوني)²، ويستعمل هذا الهامش عادة من أجل تغطية الآثار والمتمثلة في انخفاض قيم الأصول ، تقلبات العشوائية لحجم الكوارث ، فشل معيدي التأمين ، مخاطر الاكتتاب ، مخاطر أخرى (نوعية)³.

طريقة حساب هامش الملاءة : فيما يلي سيتم توضيح كيفية حساب هامش الملاءة من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (1) : كيفية حساب هامش الملاءة

Real assets	الأصول الحقيقية : تتكون من مجموع ممتلكات الشركة و حقوقها تجاه الغير ، و المتمثلة أساسا في الاستثمارات	
Real liabilities	الخصوم الحقيقية : تتكون من مجموع ديون الشركة اتجاه الغير ، و تتمثل أساسا في المخصصات الفنية	-
Net accounting position	الوضعية المحاسبية الصافية : و تمثل الفرق بين القيم المحاسبية لأصول و خصوم شركة التأمين. (هذه المعادلة متاحة للتنظيمات التي تأخذ بتسجيل قيم الأصول بالقيم التاريخية)	=
Latent plus values	القيمة المضافة الكامنة للأصول : و تمثل الفرق بين قيم تحقق الأصول (قيم سوقية) و قيمتها المحاسبية الصافية	+
Solvency margin	هامش الملاءة : و يمثل الفرق بين القيمة السوقية للأصول و القيمة السوقية للإلتزامات (هذه المعادلة خاص بالتنظيمات التي تسجل الأصول بالقيم السوقية كما هو الحال في بريطانيا)	=

المصدر : كراش حسام، نحو نموذج مقترح لمعايير الملاءة المالية في شركات التأمين الجزائرية على ضوء تجارب بعض الأنظمة الدولية –الاتحاد الأوروبي، كندا، الولايات المتحدة الأمريكية-، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاديات التأمين، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم تسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، 2014، ص 57.

المطلب الثالث : أثر الملاءة المالية على قيمة الشركات المدرجة في البورصة

سننتظر في هذا المطلب الى معرفة قيمة الشركة و علاقتها بالملاءة المالية .

الفرع الأول : قيمة الشركة

¹C. D. Daykin et Op cit، p 281

²طار عبد القدوس، مرجع سبق ذكره، ص 22

³C. D. Daykin et Op cit، p312

ترتبط قيمة الشركة بتصور المستثمر الذي غالبا ما يشار إليه بسعر الاسهم ، وفقا لـ Rinnaya et al قيمة الشركة هي شرط معين تحققه الشركة باعتباره انعكاسا للثقة العامة على الشركة ذات الصلة بعد ان كانت من خلال عملية أنشطتها لسنوات و التي بدأت من تأسيس الشركة حتى الآن ، زيادة قيمة الشركة هو انجاز يتماشى مع مصلحة المالك التي زادت أيضا من ازدهار المالك ، اذا كانت الشركة تعمل بشكل جيد فإن قيمة أسهمها سترتفع وفقا لذلك و يمكن أن تكون قيمة أسهمها مؤشرا مناسباً¹.

يمكن إحالة قيمة الشركة إلى آراء و أفكار المستثمرين حول مستوى النجاح الذي يمكن أن تحصل عليه الشركة في الوقت الحاضر و في المستقبل من خلال تعظيم قيمتها ستعمل تلقائيا على زيادة رضا مساهميها ، حيث ان القيمة العالية للشركة ستبعتها زيادة في ثروة المساهمين².

هناك العديد من العوامل التي تؤثر على قيمة الشركة ، أحد هذه العوامل هو نسبة الإيجار و القابلية للتأجير هي قدرة الشركة على الحصول على المزيد من الأرباح خلال فترة معينة ، من ناحية أخرى أشارت القابلية للتأجير لشركة ما إلى المقارنة بين الأرباح التي عكست قدرة الشركة على تحقيق الكثير من الأرباح للمساهمين ، كلما زادت نسبة التأجير فإن العائد الأعلى للإستثمار سيكون للمساهمين و الأداء الوظيفي الأفضل للشركة سيزيد من قيمتها .

العامل الثاني الذي يؤثر على قيمة الشركة هو نسبة السيولة و هي نسبة تقيس قدرة الشركة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل حيث يمكن حساب هذه النسبة من خلال مورد المعلومات حول رأس المال العامل و هو حسابات الأصول المتداولة و الخصوم المتداولة لذلك ينعكس أثر نسبة السيولة على الأداء المالي للشركة مما انعكس على النسبة المتعلقة بقيمة أسهم الشركة³.

الفرع الثاني : العلاقة بين الملاءة و قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة

بالنظر الى المنافسة المتزايدة ، يتنافس المسكرون لتحسين أداءهم المالي لتوفير الرضا للمساهمين ، ويمكن ذلك عن طريق زيادة قيمة الشركة ، حيث يعد تقديم نتائج قيمة جيدة للشركات مؤشرا مهما على أن الكيان الاقتصادي يمكن أن يكون لديه الأهداف الصحيحة لأن تعظيم قيمة الشركة الحالية يوضح أن جميع الأرباح المحققة في الوقت الحاضر ستعطي للمساهمين في المستقبل ، هذه إحدى الطرق التي يمكن للمؤسسات من خلالها الحفاظ على الفرص الجديدة و توفيرها للمستثمرين و المستثمرين المحتملين .

وفقا لـ Laksono & Rahayu إذا قدمت الشركة أو الكيان بيانا أو معلومات ، كلما أثر ذلك على قيمة الشركة التي تم الحصول عليها، و يمكن الإشارة الى أن قيمة الشركة و رؤية المستثمرين لها تتحدد من خلال سعر الأسهم المملوكة.

¹Gilang Ramadhan Fajiri, **The Effect of Rentability Ratio Solvability Ratio Liquidity Ratio Upon The Company 's Value**, jurnal of binaniaga , vol 03, No 01, (June 2018) , p42

²Kusnandar, Maya Sari, **The Effects of Liquidity Solvency and Profitability on Stock Price**, Journal of accounting and finance management, Vol 01, No 05 , (November 2020), p250

³ Gilang Ramadhan Fajiri, **The Effect of Rentability Ratio Solvability Ratio Liquidity Ratio Upon The Company 's Value**, jurnal of binaniaga , vol 03, No 01, (June 2018) , p 39-40

هناك علاقة ايجابية بين قيمة الشركة و أسعار الأسهم ، فهي تعطي رؤية جيدة بأن قيمة الشركة جيدة أيضا و هذا يشير إلى أن رفاهية المستثمرين سوف تزداد أيضا .

تعتبر الملاءة من العوامل التي يمكن أن تؤثر على قيمة السهم، وبالتالي على قيمة الشركة. نسبة الملاءة هي النسبة التي تستخدمها الشركات لقياس مدى الحصول على أصولها من خلال الديون لتقييم فعاليتها في تحقيق الأرباح ، و بعبارة أخرى هل المدى الذي يمكن ان يحققه الربح المتولد يمكن أن يتحمل عبء الدين الذي عليه ام لا، يتم تمثيل نسبة الملاءة في أغلب الدراسات على شكل دين إلى اجمالي الأصول وهي احدى الطرق للشركات لمقارنة إجمالي أصولها بإجمالي الدين الحالي ¹.

• نسبة الدين الى الأصول و هي احدى نسب الملاءة المالية لقياس المبلغ الاجمالي الممول من الاحتياجات التمويلية لإجمالي الدين ، و هذا يعني أنه كلما ارتفعت النسبة زاد مقدار قروض رأس المال المستخدمة في الاستثمارات في الأصول من أجل تحقيق أرباح للشركة².

وبما أن جزءا كبيرا من الملاءة يمكن تفسيره من خلال حجم الديون وتركيبه الهيكل المالي فإننا سوف نتطرق للعلاقة بين الملاءة وقيمة الشركة في إطارها النظري من خلال العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة الشركة.

• النظريات المفسرة للهيكل التمويلي :

1) **النظرية التقليدية :** تسلم النظرية التقليدية بوجود هيكل رأس مال أمثل يتضمن نسب مثالية للتمويل المقترض تجعل كلفة التمويل إلى حدها الأدنى ، و إن الإستخدام الرشيد للتمويل المقترض في الهيكل المالي للشركة يزيد معدل العائد على حقوق الملكية ، فالتوفيق الأمثل بين التمويل المقترض و التمويل الممتلك في هيكل رأس مال الشركة يجعل المعدل الموزون لكلفة رأس المال في أدناه ، و يعظم معدل العائد على حقوق الملكية ، و قد جاء هذا المدخل تحت قيادة قوردن شايبرو و دافيد دوران ، حيث يتركز مفهومه في أن القيمة الكلية للشركة يمكن أن تزداد في السوق ، كما يركز على إمكانية تخفيض التكلفة الكلية للأموال من خلال تحديد المزيج المناسب لمصادر التمويل من القروض و الأموال الخاصة ، حيث يؤكد هذا المدخل على أن تكلفة الأموال يمكن أن تنخفض من خلال استخدام القروض إلى حد معقول ، و بمجرد تجاوز الشركة لهذا الحد سيؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة بزيادة الرفع المالي .

طبقا لهذا المدخل ، فإن الهيكل التمويلي الأمثل يتحقق عندما تكون تكلفة الأموال أقل ما يمكن ، أي عندما تكون قيمة الشركة أكبر ما يمكن .

2) **نظرية موديليان و ميلر :** يجيب الاقتصاديان " موديليان و ميلر " على السؤال حول أمثلية الهيكل المالي ب "لا" ، أي لا يوجد هيكل مالي أمثل ، حيث يريان بأنه " تكلفة رأس المال و قيمة الشركة مستقلان عن هيكلها المالي " ، ففي

¹Yudhi Prasetyo, **Analysis of Company Size Profitability and Solvency on Firm Value at BUMN IDX20**, journal of science and technology (fjst) , vol 01 , No 07(2022) , p 855

² Sitti Murniati, **Effect of Capital Structure , Company Size and Profitability on the Stock Price of food and Beverage Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange**, journal of information management and business review, vol 08, No 01(2016),p 27

ظل سوق مالية كفىء و غياب الجباية يوجد تكافىء بين مختلف أنماط التمويل ، و قد بين نظرية على ما يسمى بالمراجعة أو التحكيم ، و الواقع أن هذه النظرية استندت إلى جملة من الفروض غير واقعية و هي :

✓ تتصف سوق رأس المال بالكمال (سوق كفىء). مما يعني عدم وجود عمولات و ساطة (المعلومات متاحة للجميع دوم عمولة)

✓ عدم وجود ضرائب ، عدم وجود تكلفة للصفقات ، و أن المستثمرين يمكنهم الاقتراض بنفس معدل الفائدة ، و يعتبر كل من "موديلياي و ميلر" أن قيمة الشركة يكشف عنها برسملة أرباحها خلال خلال عدة فترات بمعدل استحداث يتعلق بقطاع نشاطها .

3) **مدخل صافي الدخل التشغيلي** : يرى هذا المدخل أن تكلفة التمويل الممتلك تتغير مع زيادة نسبة المديونية ، و أن الشركة قادرة على تخفيض كلفة التمويل بزيادة الرافعة إلى حين الوصول إلى هيكل التمويل الأمثل الذي تصبح عنده كلفة التمويل في أدنى مستوى لها و عند تجاوز هذه النقطة تبدأ كلفة التمويل بالارتفاع .

4) **نظرية ميلر 1977** : يرتكز ميلر في دراسته لهذا النموذج على فرضية خضوع الدخل المستثمر لضريبة شخصية على دخله من حملة الأسهم معدلها T' في مقابل T على دخله من حملة السندات ، بالإضافة إلى خضوع أرباح الشركة للضريبة بمعدل T ، و لما كان دخل حملة الأسهم يمكن أن يكون في صورة توزيعات أو أرباح رأسمالية أو كلاهما معا ، فإن قيمة T' سوف يقصد بها المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان للضريبة و بالتالي يمكن أن يكون للشركة فرصة للاستفادة من الاستدانة لتحقيق وفورات ضريبية ، و من ثم تعظيم قيمة الشركة و تدنية تكلفة رأس المال ، و ذلك كلما نجحت في بيع المزيد من السندات إلى المستثمرين الذين يخضعون لضريبة على الدخل بمعدل يقل عن معدل الضريبة على أرباح الشركات .

5) **نظرية التبادل** : يعود الأساس النظري لهذه النظرية إلى سنة 1963 ، عندما قدم الاعفاء الضريبي للدين الذي يجعل الدين أقل كلفة من التمويل بالأسهم ، و هو ما يجعل قيمة الشركة تزداد بازدياد حجم الدين المستخدم في التمويل ، و يعود السبب في ذلك إلى أن الفوائد على الديون تخضم من أرباح الشركة عند احتساب ضريبة الدخل ، لذلك فإن قيمة هذه الشركة المقترضة تعظم عندما تعتمد كلياً على التمويل بالديون.

6) **نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل** : يعالج نموذج Myers 1984 ، الرهانات التي تستخدمها الشركة في المدى البعيد ، نحو فرضية أن الهدف الأساسي الذي يسعى المسرون إلى تحقيقه هو تعظيم أرباح الشركة ، و ذلك كما يلي :

✓ عند اختيار الشركة للتمويل الذاتي ، فإنها تحدد مستوى معين من توزيعات الأرباح ، و ذلك حسب الفرص الاستثمارية الممكنة .

✓ عند الاعتماد على التمويل الخارجي ، فإن الأولوية تكون مع القروض ، ثم الأموال شبه الخاصة التي تقع بين الأموال الخاصة و القروض ثم أخيراً الأسهم ، و سبب ذلك أن اللجوء إلى التمويل الذاتي يجمي الشركة تكاليف إصدار الأسهم و تكاليف الوكالة و حرية التصرف في أي استثمار، و عند عدم كفاية التمويل الذاتي فإن الشركة تلجأ إلى القروض لأن المسيرين على علم بقيمة السهم ، فهم على علم بالمعلومات المتوفرة في السوق المالي و إن تم إصدار أسهم جديدة فتكون

قيمتها أعلى من قيمتها الفعلية وبالتالي انتقال الثروة إلى المساهمين الجدد ، و عليه فإن اصدار الأسهم يعتبر مؤشرا سلبيا عن وضعية الشركة المالية وبالتالي يترتب على الشركة حجز الأرباح و تأجيل توزيعها قصد إعادة استثمارها من جديد و هذا ما يحقق للشركة الوقت حول قرار رفع رأس المال الذي يترتب عليه إلزامها بدفع الأرباح للمساهمين الجدد .

7) نظرية الإشارة : وفقا للافتراضات السابقة و الخاصة بمدخل موديليان و ميلر فإن المعلومات متوفرة و متاحة لكافة المستثمرين ، أي أنهم في هذه الناحية متساوون بخصوص مستقبل الشركة ، و تسمى هذه الخاصية بحالة التماثل المعرفي أو المعلومات ، و لكن غالبا ما يتاح للمسيرين كما أكبر من المعلومات و الذي لا يتوفر للمستثمرين خارج الشركة . تقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية و هي عدم تماثل المعلومات الذي تتصف بها الأسواق ، و الواقع أن المعلومات التي تثبتتها الشركات ليست بالصورة الحقيقية و الصادقة ، و من ثم فإن هذه النظرية تنطلق إلى أنه بإمكان المديرين في الشركات الأحسن أداء إصدار إشارات خاصة و فعالة ، تميزها عن الشركات الأخرى ذات مستوى أقل أداء .

8) نظرية الوكالة : إن تكلفة الإدارة المكلفة بإدارة المنشآت نيابة عن المساهمين سواء أكانت مالية أو غير مالية تمثل قضية مهمة لأنها قد تؤدي إلى ظهور إدارات تعمل بصورة غير فعالة ، و اختيار مدخلات أو مخرجات تتلاءم مع منافعها الشخصية أو بمعنى آخر أنهم قد يفشلون في تعظيم قيمة الشركة ، و كنتيجة لذلك فإن أثر الكلفة الخارجية تساوي الخسارة أو الانخفاض في قيمة الشركة الناتجة عن الإدارة التي تهتم بتلبية رغباتها بدلا من تعظيم قيمة الشركة ، و قد أشار كلا من Myers and Raviv and Harris بأن اختيار هيكل رأس المال المناسب من الممكن أن يؤدي إلى التخلص من مثل هذه التكلفة ، و تتمثل فرضية كلفة المنشأة بأن زيادة الرافعة المالية تؤدي إلى زيادة تكاليف المنشأة الناجمة عن الاقتراض ، و لكن يمكن تخفيض تلك التكلفة من خلال تشجيع الإدارة للعمل بكل جد ، من أجل تعظيم أرباح و قيمة الشركة و تحقيق أهداف المساهمين المتمثلة في تعظيم الأرباح ، و في نفس السياق اوضح Grossman & Hart بأن زيادة التمويل بالاقتراض من الممكن أن تؤثر إيجابيا على المدراء و أن تعمل على تخفيض كلفة المنشأة من خلال خفض كلفة الاقتراض المتمثل بتعظيم أرباح المنشأة ، و توفير السيولة اللازمة لدفع التزامات المنشأة في مواعيدها و منحها القدرة على التفاوض في الحصول على القروض بفوائد منخفضة و شروط سهلة¹ .

المبحث الثاني : الدراسات السابقة التي تناولت موضوع الملاءة المالية

تعد الدراسات السابقة إحدى المصادر التي يلجئ إليها الباحث العلمي من أجل الإستعانة بها في كتابة البحث العلمي حيث تعطى الدراسات السابقة للباحث فكرة عن موضوع الدراسة الذي يقوم به وتكون له خلفية كبيرة عن الموضوع الذي يبحث عنه وتبين الدراسات السابقة أهمية الدراسة التي يقوم بها الباحث ، وبالتالي فإنها توجهه نحو الطريق الصحيح

¹معوش عائشة، مزهود منال ، أثر الديون طويلة الأجل على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة مؤسسة التوضيب و فنون الطباعة و شركة الأنابيب برج بو عرييج-، مذكرة ماستر ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، جامعة محمد البشير الإبراهيمي برج بو عرييج ، الجزائر، ص 27-23

وتساهم أيضا في إيضاح مشكلة البحث بالنسبة، كما أنها تقدم له كما كبيرا من المصادر والمراجع التي بإمكانه العودة إليها وهي مجموعة من الأبحاث والكتب التي تناولت الموضوع الذي يريد الباحث كتابة بحثه فيه.

سنحاول في هذا المبحث مناقشة الدراسات التي تناولت أثر الملاءة المالية في البورصة وشركة التأمين باعتبارها أكثر ارتباطا بدراستنا حيث قسمنا هذا المبحث إلى مطلبين تناولنا في الأول عرض دراسات سابقة باللغة العربية أما الثاني فعرضت فيه دراسات سابقة باللغة الأجنبية. وفي الختام نشير الى مايميز دراستنا عن باقي الدراسات السابقة .

المطلب الأول: تقدم الدراسات السابقة العربية و الأجنبية

سننتظر في هذا المطلب إلى الدراسات السابقة التي تناولت موضوع الملاءة المالية باللغة العربية و الأجنبية.

- دراسة شاهر فلاح العرود (2014): " الملاءة المالية ومدى تأثيرها في القيمة السوقية لسعر السهم في البنوك التجارية الأردنية المدرجة في بورصة عمان الأوراق المالية " خلال الفترة 2001-2010.

هدفت الدراسة إلى إبراز أثر الملاءة المالية في القيمة السوقية لسعر السهم في البنوك التجارية الأردني. حيث تمت الدراسة عن طريق جمع بيانات النسب المالية للملاءة المالية قصيرة الأجل و طويلة الأجل ونسب تغطية الملاءة المالية من القوائم المالية للبنوك التجارية الأردنية، تمت الدراسة على عينة تتكون من 15 بنكا، كانت بياناتها تطرح منة خلال بورصة عمان للأوراق المالية بانتظام خلال سنوات الدراسة، تم فيها استخدام أسلوب تحليل الإنحدار البسيط لإختبار مدى تأثير المتغير المستقل (الملاءة المالية) على المتغير التابع (القيمة السوقية للسهم).

توصلت الدراسة من خلال نتائجها الى أن البنوك التجارية الأردنية تتمتع بملاءة مالية جيدة تستطيع الوفاء بالتزاماتها المالية قصيرة الاجل وطويلة الاجل، وذلك بالإعتماد على إدارة أصولها و مواردها و على إدارة البنوك التجارية الأردنية المدرجة اسمها في سوق عمان المالية. مع الأخذ بعين الاعتبار معدل سعر الفائدة حيث أن إرتفاع معدل سعرالفائدة يؤثر على الفوائد الممنوحة للعملاء وهذا يؤثر على القيمة السوقية لأسهم البنوك التجارية.

- دراسة عبد الفتاح عثمان العريحي، عادل عبد العزيز سلطان ، عصام عبد الحفيظ عبد السلام ميلاد (2021): " اثر مؤشرات الملاءة المالية على الاداء المالي " تمت الدراسة على خمس شركات تأمين ليبية خلال الفترة 2013-2017.

هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر بعض مؤشرات الملاءة المالية على الأداء المالي لشركات التأمين الليبية باستخدام الإحصاء الوصفي لتحليل بيانات الدراسة كما تم استخدام أسلوب تحليل الارتباط وأيضا تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد التدريجي لتحديد المتغيرات التي يجب ان تدخل في نموذج واستبعاد المتغيرات الأخرى .

توصلت هذه الدراسة الى وجود اثر لنسبة صافي الأقساط المكتتبة الى اجمالي حقوق المساهمين على المعدل العائد على حقوق المساهمين كما أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود أثر للمتغيرات. بل التغير في حجم صافي الأقساط و المخصصات الفنية بالنسبة للأصول المتداولة على معدل العائد على حقوق المساهمين

- دراسة محمود سمير , محمود المصري (2016-2020): مقال منشور في مجلة المقريري للدراسات الاقتصادية و المالية ، تحت عنوان " اثر التحفظ المحاسبي على جودة الأرباح دراسة تطبيقية على قطاع الصناعي لشركات المدرجة في بورصة عمان الأوراق المالية خلال فترة " .

هدفت هذه الدراسة الى معرفة اثر التحفظ المحاسبي على جودة الأرباح للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، تم استخدام عينة حجمها 49 شركة صناعية في بورصة عمان للأوراق المالية حيث اعتمدت الدراسة على استخدام المنهج الوصفي التحليلي وافترضت الدراسة ان الشركات الصناعية لا تمارس التحفظ المحاسبي عند اعدادها للقوائم المالية.

توصلت الدراسة الى وجود اختلاف في مستوى التحفظ المحاسبي بين الشركات وبين أرباح الأعمام المختلفة للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية حيث أن الشركات الصناعية في بورصة عمان للأوراق المالية لا تتمتع بالاستمرارية وبالتالي تتسم بمستوى منخفض من جودة الأرباح.

- دراسة عبد الكريم خيرى :أطروحة دكتوراه علوم تجارية جامعة محمد بوضياف بالمسيلة تحت عنوان " اثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية".

هدفت هذه الدراسة الى معرفة كيف يمكن للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية تحقيق أقصى ثروة للمساهمين وتعظيم قيمتها السوقية في ظل تدخل القرارات المالية والتأثير المتبادل بينهما وبالتالي القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة.

توصلت الدراسة إلى أن القيمة السوقية لأسهم المؤسسة تتأثر بنسبة الدين الإجمالي على الأموال الخاصة (بالنسبة للرفع المالي). كما اظهرت ان العلاقة بين قيمة المؤسسة وباقي المتغيرات المدروسة علاقة متوسطة او ضعيفة، والسبب الرئيسي في هذا يعود الى محدودية أداء بورصة الجزائر و لعل ذلك يعود إلى إنعدام الخبرة والرؤى الواقعية للاقتصاد الجزائري مما حال دون امكانية وضع أسس صلبة للسوق المالي. حيث تتميز باستمراريتها وفعاليتها في استقطاب الاستثمارات المحلية واجنبية.

- دراسة بورنيسة مريم ،خنفري خيضر(2018): " فعالية المؤشرات الحديثة الاداء المالي في تحديد الملاءة المالية للمؤسسات الصناعية " دراسة حالة مؤسسات صناعية الاردنية.

هدفت هذه الدراسة الى تقييم الأداء المالي للمؤسسات الصناعية حيث إعتد في هذه الدراسة على النموذج المالي الاحصائي و المتمثل في نموذج التمان للتنبوء بالفشل المالي، وذلك بناء على القوائم المالية خلال فترة 2015-2016-2017.

توصلت الدراسة إلى فعالية ونجاح النموذج المالي الإحصائي في تشخيص الملاءة المالية وتحديد الأداء المالي الحالي والمستقبلي للمؤسسات الصناعية المسعرة في البورصة الأردنية . حيث سمحت المؤشرات المالية وفقا لنموذج التمان بتشخيص الوضعية المالية لكل مؤسسة صناعية محل الدراسة وفقا لكل سنة حيث ظهرت أن المؤسسات التي تتمتع بأداء مالي كفى و بملاءة مالية عالية تمكنهم من الاستمرار مستقبلا، أي لا وجود لخطر الفشل الإفلاس المالي.

في حين ان المؤسسات التي تتميز بأداء مالي وملاءة مالية متذبذبة ترجع معظمها إلى إنخفاض رأس مال العامل مع العلم أن هذه الأخيرة يتضرر بإنخفاض الأموال الخاصة للمؤسسات. وفي المقابل ارتفاع الديون مما قد يعرضها مستقبلا لخطر الإفلاس .

- دراسة وهاب سمير، حمدي معمري (2021): "تقييم الملاءة المالية في شركات التأمين الجزائرية"، دراسة حالة شركة الوطنية للتأمين ASS خلال الفترة الممتدة من 2014 الى 2017. تم دراسة قواعد الملاءة المالية وفق المشروع الجزائري، و اجراء تحليل الواقع الملاءة المالية لشركة الوطنية للتأمين SAA

هدفت الدراسة إلى التعرف على مدى إحترام معايير تقييم الملاءة المالية في شركات التأمين الجزائرية من خلال تقييم مختلف المخصصات التقنية وتغطيتها بالأصول المناسبة لذلك ، وكذا تكوين هامش الملاءة المالية لشركات التأمين الذي يعكس المبلغ الزائد عن إلتزامات شركات التأمين بهدف تدارك الإنحراف الغير مرغوب فيه .

توصلت الدراسة من خلال نتائجها أن شركة تتمتع بملاءة جيدة مايعكس صلابة هاته الأخيرة طيلة فترة الدراسة وبالرغم من إعادة النظر في نظام الملاءة المالية لشركات التأمين الجزائرية إلا أن المشرع الجزائري لايزال بعيد كل البعد عما هو معمول به دوليا في مجال الملاءة والتي تحدها هامش الملاءة على أساس المخاطر ولهذا يجب على المشرع إعادة النظر في قواعد الملاءة المالية و الاخذ بعين الاعتبار المخاطر على حساب هامش الملاءة.

- دراسة نذير اولاد سالم، عمر الفاروق زرقون ، محمد سعيد اوبيرة (2021): "تقييم الملاءة المالية في شركات التأمين دراسة حالة الشركة الوطنية للتأمين من خلال الفترة 2013-2018 .

تم عرض وتحليل لكيفية قياس الملاءة في شركة SAA بالاعتماد على التقارير السنوية للشركة و أهمية هامش الملاءة كحد أدنى يضمن حقوق المؤمنين و استمرارية نشاطها.

هدفت الدراسة إلى تقييم الملاءة المالية في شركة التأمين لمعرفة الوضعية المالية الحقيقية لشركات التأمين وتحديد المخاطر المالية التي قد تواجهها وبالتالي تحديد نقاط القوة وضعف شركات التأمين من خلال المحافظة على استمرارية المؤسسة .

توصلت الدراسة إلى هشاشة نظام الملاءة في شركات التأمين الجزائرية رغم التطور الذي تمهده. وبعد الأزمة الصحية العالمية كوفيد 19 كشف هشاشة نظام الملاءة، خاصة بالنسبة للعقود طويلة الأجل والذي تبعه عدة أزمات منها أزمة السيولة والتي من شأنها إنقاص عدد المكتتبين في ظل تزايد المخاطر وعدم السيطرة على الوباء.

- دراسة سعاد بوشلوش ، سليمة نشنش: "تحليل وتقييم نظام الملاءة المالية لشركات التأمين في الجزائر" على ضوء الإصلاحات المحلية والدولية تمت الدراسة على شركات التأمين في الجزائر خلال الفترة 2009-2013 وذلك لإبراز أهمية تماشي المعايير والمبادئ الدولية وتحليل وتقييم الملاءة المالية لشركات التأمين الجزائر مع التوجيهات الدولية.

هدفت الدراسة إلى تحليل وتقييم نظام الملاءة المالية لشركات التأمين في الجزائر على ضوء الإصلاحات المحلية و مؤشرات الملاءة الدولية. حيث تمت دراسة هامش الملاءة المالية لشركات التأمين في الجزائر من حيث القيمة ومن حيث نسبتها بالنسبة للديون التقنية وبالنسبة إلى الأقساط .

توصلت الدراسة إلى أن معظم شركات التأمين في الجزائر تجد صعوبة في تغطية إلتزاماتها القانونية بقيم الدولة التي تتميز بالضمان (50%) كحد أدنى. كما أن نظام الملاءة المالية لشركات التأمين في الجزائر مازال يرتكز على القواعد المحاسبية وبالتالي فهو أقرب في مكوناته إلى نظام الملاءة (1) فهو لا يتماشى تماما مع نظام الملاءة (2) الذي تعتمد على معيار رأس المال المستند إلى المخاطر.

دراسة سنحاق الدين نور الدين (2021): " نظام الملاءة المالية لشركات التأمين في الجزائر وتطور أنظمة الملاءة الأوروبية - دراسة تجريبية الجزائر في تنظيم قواعد الملاءة المالية في شركات التأمين-".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على نظام الملاءة المالية الجزائري في شركات التأمين وتطورات نظام الملاءة الأوروبية من نظام الملاءة (1) إلى نظام ملاءة (2) والمقارنة بينهما.

توصلت الدراسة إلى أن نظام الملاءة الجزائري لم يواكب تطورات أنظمة الملاءة الأوروبية لإختلافه مع نظام الملاءة (2) في متطلبات النوعية و توافقه مع نظام الملاءة (1) في الإرتيكاز على متطلبات الكمية و النسب الثابتة في تحديد هامش الملاءة وعدم المرونة في إستثمار أموال شركات التأمين و يرتكز نظام الملاءة في شركات التأمين في الجزائر على المتطلبات الكمية. متمثلة في الحد الأدنى لرأس المال وتكوين المؤونات التقنية و المقننة وتمثيلها في أصول معادلة بالإضافة إلى هامش الملاءة.

● دراسة طار عبد القدوس: " بناء نموذج لقياس وتقييم الملاءة المالية لشركات التأمين " تمت الدراسة قياسية تحليلية للتأمينات العامة في الجزائر لفترة 2010-2015.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة كيفية بناء نموذج لقياس وتقييم الملاءة المالية لشركات التأمين حيث تم معالجة الموضوع عبر مرحلتين: الأولى بالإستناد إلى مجموعة من المتغيرات المالية مطبقة على عينة مكونة من (10) شركات تأمين تنشط في مجال التأمينات العامة للفترة 2010-2015. تم إستخدام طريقة التحليل التمييزي كأداة بحثية لبناء وإختبار النموذج، أما الثانية: فتناولت دراسة تأثير المؤشرات المعيارية العالمية على تقييم الملاءة المالية و مدى إمكانية تطبيقها على بيانات سوق التأمين الجزائري لنفس الفترة الزمنية ولعينة مكونة من (10) شركات تأمين بإستخدام نماذج البانل.

هدفت الدراسة إلى محاولة بناء نموذج لقياس الملاءة المالية لشركات التأمين في الجزائر ومدى مساهمة المؤشرات المعيارية المقبولة عالميا في تقييم الملاءة المالية على بيانات سوق تأمين الجزائر

توصلت الدراسة إلى إمكانية بناء نموذج لقياس الملاءة المالية لشركات التأمين الجزائرية يتكون من (5) متغيرات (معدل التداول، نسبة الاستقلالية المالية، معدل الخسارة، إجمالي الإلتزامات إلى الأصول المتداولة، معدل التغير في صافي الأقساط المكتتبة).

وأن أغلبية المؤشرات المعيارية العالمية جاءت معنوية وهذا يعني انه يمكن تقدير وتقييم ملاءة المالية على بينات سوق التأمين الجزائرية باستخدام هذه المؤشرات (معدل الاحتفاظ، معدل الخسارة، المركبة، المخصصات التقنية). مضاف إليها الفائض إلى صافي الأقساط المكتتبة. معدل التعويض المدفوعة إجمالي الأقساط المكتتبة. وعليه يمكن قبول الفرضية القائلة بوجود علاقة تأثيرية للمؤشرات المعيارية المقبولة عالميا في تقييم الملاءة المالية لشركات التأمين.

- دراسة عبد الكريم ، احمد قندوز ، خالد عبد العزيز السهلاوي(2015): " هامش الملاءة المالية في شركات التأمين وشركات اعادة التأمين السعودية ".

هدفت الدراسة إلى معرفة جانبا مهما من جوانب عمل شركات التأمين التعاوني وهو موضوع متطلبات هامش الملاءة المالية، عرضت الدراسة الجوانب التطبيقية لموضوع قياس هامش الملاءة بشركات التأمين التعاوني بالمملكة العربية السعودية وفق قواعد ومتطلبات مؤسسة النقد العربي السعودي. يشمل قطاع التأمين التعاوني بالمملكة العربية السعودية أكثر من 30 شركة وتم إختيار عينة تتكون من 6 شركات نصفها شركات تأمين تعاوني فقط والنصف الآخر شركات تأمين وإعادة تأمين تعاوني.

توصلت الدراسة من خلال نتائجها الى تفوق شركة ميداغليف وهي من أكبر شركات التأمين في مملكة من خلال وفائها بمتطلبات هامش ملاءة الأقساط و هامش ملاءة المتطلبات وتبين النتائج أن شركات التأمين التعاوني تقوم بقياس هامش ملاءتها في الثلاث سنوات الأولى منذ بداية نشاطها، وتقوم بإعلان هامش ملاءتها تحت ضغط مؤسسة النقد حتى تضمن إنطلاقها بشكل جيد غير أن شركات التأمين بعدها تكون حرة في اختيار طريقة حساب هامش ملاءتها من جهة وغير مجبرة على الإفصاح عنه جهة أخرى.

- دراسة ahmad abdelhalim dahiyat ,sulaiman raji weshah ,mohammd aldahiyat

مقال منشور في journal of asian finance economics and business بعنوان " liquidity and solvency management and its impact on financial performance : empirical evidence from jordan تمت دراسة تأثير السيولة و الملاءة المالية على الأداء المالي لشركات التصنيع الأردنية في وجود حجم الشركة كمتغير رقابي من 2010 الى 2019.

هدفت الدراسة الى معرفة مدى تأثير السيولة و الملاءة المالية لشركات التصنيع الأردنية المدرجة في البورصة عمان لمدة 10 سنوات وعائد السهم ، و لقياس الأداء المالي تم استخدام إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول للتعبير عن السيولة و الملاءة المالية في حين تم استخدام لوغار يتم إجمالي الأصول لقياس الحجم.

توصلت هذه الدراسة من خلال نتائجها أن السيولة لها تأثير عكسي ضئيل على الأداء المالي فيما يتعلق بالمتغيرات الأخرى، و هنالك تأثير إيجابي كبير للحجم على الأداء و تأثير سلبي كبير للملاءة على الأداء.

- دراسة yudhi prasetyo:

مقال منشور في (fjst) formosa journal of science and technology بعنوان " analysis of company size , profitability ,and solvency on firm value "

هدفت هذه الدراسة الى اختبار وتحديد العوامل التي تؤثر على قيمة الشركة، استخدمت هذه الدراسة ايضا حجم الشركة وعاملين رئيسيين في الأداء المالي وهما الربحية والملاءة المالية ، تستخدم الربحية مؤشر العائد على حقوق الملكية ROE في قياسها و تستخدم الملاءة الدين على اجمالي الأصول DTA في قياسها .

توصلت هذه الدراسة من خلال نتائجها أن حجم الشركة له تأثير ايجابي كبير على قيمة الشركة ومن ثم فإن الأداء المالي للربحية المقتبس مقابل حقوق الملكية يعطي نتائج دون أي تأثير على قيمة الشركة و ملاءتها يشار إليها بالدين الى إجمالي الأصول مما يدل على النتائج التي تأثير سلبي كبير على قيمة الشركة

• دراسة **apipi ahamsori ,muhamad luthfi** :

مقال منشور في icebe 2021 lampung indonesia بعنوان " effect of liquidity and solvency on company performabce .

هدف هذه الدراسة إلى شرح علاقة المتغيرات من خلال الفرضيات العينة من 34 شركة ، و لتحديد تأثير السيولة و الملاءة على أداء شركات التصنيع المدرجة في بورصة اندونيسيا 2017-2019.

توصلت هذه الدراسة من خلال نتائجها أن المتغيرات الثلاثة المستقلة لها تأثير كبير على العائد على الأصول roe و dar لهما تأثير على roa و الربحية roe حيث الان متغيرات نسبة الملاءة المالية der ليس له أي تأثير على العائد على الأصول roa.

• دراسة **yemmi , arifin , eddy gunawan ,leonard pakpahan , halasan siregan** :

مقال منشور في journal of industrial engineering , management reserch تحت عنوان the impact of solvency and working capital on profitability

هدفت هذه الدراسة الى معرفة ما اذا كان للملاءة المالية ورأس المال العامل تأثير على الربحية في شركة masindo electric medan .

تصميم البحث المستخدم في هذا البحث هو تصميم بحث وصفي مع إجراء تحليل للقوائم المالية باستخدام التحليل الوصفي مع تحليل النسبة المالية، إرتباط المعامل، معامل التحديد، تحليل الإنحدار الخطي، اختبار t واختبار f.

توصلت هذه الدراسة إلى أن الملاءة المالية و رأس المال العامل لها تأثير كبير على الربحية في وقت واحد يمكن تفسير الربحية من خلال رأس المال العامل و الملاءة المالية في 99.8% بينما تفسير النسبة المتبقية 0.2% بعوامل اخرى بناء على تحليل رأس مال العامل خلال 2012-2016 و تظهر أن شركة لا تدوير رأس المال العامل بشكل مناسب.

• دراسة **gilang ramadhan** :

مقال منشور في the accounting journal of binaniaga تحت عنوان " the effect of rentability ratio , solvability ratio , liquidity ratio upon the companys value " دراسة تجريبية لقطاع المعادن وشركات التعدين الأخرى المسجلة في بورصة اندونيسيا 2012-2016 .

تمت دراسة تجريبية لفحص تأثير نسبة الإيجار ونسبة الملاءة ونسبة السيولة على قيمة الشركة وأخذ العينات طبقت تقنية أخذ العينات الهادفة وهي 7 من 9 شركات مسجلة في بورصة اندونيسيا .

هدفت هذه الدراسة إلى إثبات تأثير نسبة الملاءة ونسبة السيولة ونسبة الإيجار على قيمة الشركة المقامة بالقيمة الدفترية للسعر pbv والمتغيرات التي أثرت بشكل أكبر على القيمة الدفترية للسعر pbv، أستخدم في هذا البحث الافتراض الكلاسيكي وإختبار الإنحدار الخطي المتعدد و الافتراض باستخدام الإحصاء t لفحص معامل الانحدار الجزئي واحصاء f لفحص مصداقية نموذج البحث باستخدام مستوى الدلالة 10% علاوة على ذلك.

توصلت الدراسة إلى أن المتغيرات المستخدمة لفترة الدين المتغير إلى الأصول dar والتي كانت أثرت بشكل كبير على قيمة الشركة .

• دراسة :mobeen ur , rehman

مقال منشور في ekonomika , economics managment Inovace lmovation تحت عنوان " impact of liquidity , solvency on profitability chemical sector of pakista " هدفت الدراسة إلى تحليل وشرح العلاقة بين السيولة و الملاءة والأداء المالي والتي تلعب دورا حيويا في العائد على الأصول لقطاع الكيماويات. بإستخدام النموذج المطور للدراسة بشكل فعال لزيادة السيولة لربحية الشركة قطاع الكيماويات في باكستان ومن 36 شركة تم اختيار 10 شركات كيماوية مدرجة في باكستان وتم جمع بيانات السنوات التسع 2001-2009.

توصلت هذه الدراسة إلى أن نسبة الملاءة المالية لها تأثير سلبي وهام للغاية على العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية ترداد ثم ينخفض الأداء، وأن السيولة لها تأثير إيجابي كبير على العائد على أصول القطاع (لو زاد معدل السيولة سيزداد العائد على الأصول ايضا و يتأثر اكبر وعكس صحيح) .

• دراسة : rania Alomari

مقال منشور في systematic reviewsin pharmacy بعنوان " solvency the impact of liquidity , on profitability " تحليل القطاع صناعة الادوية الأردنية تم تحليل الظروف الاقتصادية للبلد و مشاكل السيولة و مخاطر الملاءة المالية و تأثير ربحية الشركة لفترة ما بين 2005-2018.

تم جمع البيانات من التقارير المالية لبورصة عمان لقطاع الادوية تم استخدام برنامج spss في اجراء تحليل الوصفي لبيانات وإختبار الفرضيات بإستخدام الانحدار الخطي البسيط .

هدفت هذه الدراسة إلى إستكشاف التأثير على ربحية السيولة و الملاءة في قطاع الادوية الاردني، حيث تعتبر الربحية احد المقاييس الرئيسية التي تمثل أداء إدارة ممتلكاتها في تحقيق الربح وذلك للحفاظ على استمرارية أعمال الشركة وحصتها السوقية حيث أن زيادة الأرباح يمكن ان ترفع من حصة الشركة في السوق مما يؤدي الى أرباح رأس المال، تعكس تأثير نسبة ربحية السيولة والديون على النتائج التشغيلية وإدارة الأصول .

توصلت الدراسة الى أن الربحية المحسوبة بواسطة ROA العائد على الاصول كالمتغير التابع لها علاقة سلبية مع الملاءة وعلاقة موجبة مع الملاءة المحسوبة بواسطة DE نسبة الديون /حقوق الملكية كلاهما متغيراत्मستقلة لهذه الدراسة .

• دراسة sari puspitarini ، rivi suci fahriyana :

مقال منشور في *indikator journal ilmiah managemen , bisnis* تحت عنوان *effect of liquidity , solvency profitability and market ration on stock price* دراسة على شركات التصنيع في قطاع الفرعي 2016-2020 .

تم الحصول على بيانات هذه الدراسة من البيانات المالية ل 14 شركة تصنيع في القطاع الفرعي للأغذية و المشروبات باستخدام تقنيات لوحة إندثار البيانات مع معايينات 10 برمجيات .

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل وفحص تأثير نسبة السيولة (Cr)، نسبة الملاءة (Der)، نسبة الربحية (Roe)، ونسبة السوق (EPS)، على اسعار الاسهم في شركات التصنيع في القطاع الفرعي للأغذية ومشروبات المدرجة في بورصة اندونيسيا 2016-2020 .

توصلت الدراسة من خلال نتائجها أن نسبة السيولة (Cr) و نسبة الملاءة (Der) و نسبة الربحية (Roe) تأثير ايجابي ولم يكن لهما تأثير كبير الاسعار الأسهم بينما المتغير نسبة السوق (EPS) له تأثير ايجابي وهام على اسعار السهم

المطلب الثاني : المقارنة بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية

تم تنظيم كل الدراسات السابقة المعروضة في المطلب الأول وإعادة تلخيصها من حيث الهدف والمتغيرات والأدوات المستخدمة والنتائج المتوصل إليها وتقديمها في الجدول المرفق ضمن الملحق رقم (01)، وهذا من أجل رصد أهم المتغيرات التي تم الاعتماد عليها الحالية والاستعانة بها في تفسير نتائج الدراسة التطبيقية من ناحية أخرى .

أولاً: من حيث الهدف والأدوات المستخدمة

تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر الملاءة المالية على قيمة الشركات بحيث نجد اغلب الدراسات السابقة اعتمدت على دراسة اثر الملاءة المالية في القيمة السوقية لسعر السهم وتقييم الأداء المالي للمؤسسات (الصناعية)، التعرف على اثر بعض مؤشرات الملاءة المالية على الأداء المالي , التعرف على مدى احترام معايير تقييم الملاءة المالية في شركات التامين , معرفة مدى تأثير السيولة للملاءة المالية في شركات التصنيع الأردنية المدرجة في بورصة عمان , اختبار وتحديد العوامل التي تؤثر على قيمة الشركة , معرفة ما إذا كان للملاءة المالية و رأس المال العامل تأثير على الربحية , أما في هذه الدراسة تم إستخدام نماذج

السلاسل الزمنية والمقطعية (بانل). لنمذجة العلاقة بين مؤشرات المرونة المالية والقيمة السوقية للأسهم باستخدام برنامج Excel لحساب متغيرات الدراسة وبرنامج Eviews9 لتقدير النموذج المناسب للدراسة، التي اعتمدت على الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2013-2022). وهذا من أجل مناقشة إشكالية الدراسة.

من خلال تحليل الدراسات السابقة تبين أن دراسة "شاهر فلاح" هي الأقرب لهذه الدراسة من حيث المتغيرات المستقلة، إلا أنها تختلف في عينة الدراسة، التي شملت بنوك التجارية المدرجة في الأردن بورصة عمان في الفترة (2010-2001) أي لمدة 9 سنوات، إلا أن دراستنا كانت في سوق عمان بعينة 09 شركة من القطاع الصناعي في الفترة (2013-2022) أي مدة 10 سنوات.

ركزت الدراسة الحالية على معرفة مدى تأثير مؤشرات الملاءة المالية على القيمة السوقية للأسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان حيث بعد دراسة هذه المؤشرات يمكن للشركات معرفة قيمتها في سوق حيث زيادة القيمة السوقية للأسهم تؤدي بها إلى تعظيم قيمتها من خلال قدرتها على سداد التزاماتها اتجاه الغير .

ثانياً: من حيث النتائج المتوصل إليها

بعد إجراء الدراسة التطبيقية وجد أن الدراسة الحالية لا تتوافق مع الدراسات السابقة في مناقشة مدى تأثير مؤشرات

الملاءة المالية على القيمة السوقية للأسهم كما أملت كل الدراسات السابقة بالإضافة إلى دراستنا على أهمية وضرة توفر الملاءة المالية في الشركات لتصدي لمختلف الإحتياجات الطارئة و تسديد جميع التزاماتها طويلة وقصيرة الاجل , و حسب الدراسة الذي أجراها Murniatilo حيث أخذ نسبة الدين إلى الأصول وهي احد نسب الملاءة المالية لقياس المبلغ الإجمالي الممول من الإحتياجات التمويلية لإجمالي الدين , الدراسة مدعومة بنظرية modiglian – miller والتي توصلت إلى أن نسبة الدين إلى الأصول المتغيرة لها تأثير سلبي كبير على سعر سهم الشركة , وهذا ما يتماشى مع الأبحاث التي أجراها yudhi ptasetiy 2022 ودراسة gilamg Ramadhan fajiri 2018 وتوصلهم إلى وجود تأثير الملاءة المالية على قيمة المؤسسة . و حسب دراسة kasnandar و maya sari والذي توصلت نتائجها إلى أن الملاءة المالية التي تم قياسها بواسطة نسبة الدين إلى حقوق الملكية جزئياً ليس لها تأثير كبير على أسعار الأسهم .

تختلف الدراسة الحالية عن بقية الدراسات—كما أشرنا سابقاً— في زمان ومكان الدراسة بالإضافة إلى متغيراتها المتمثلة في: حقوق الملكية ، سيولة الأصول ، الرافعة المالية، التداول .

مخلاصة الفصل الأول :

تطرقنا في هذا الفصل الى مختلف المفاهيم النظرية للملاءة المالية وتأثير الملاءة المالية على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة، فتم التطرق في المبحث الأول إلى تطور مفهوم الملاءة المالية ومصادرها وأدوات قياسها في حين تم التطرق إلى مفاهيم أساسية حول الملاءة المالية وتأثيرها على قيمة المؤسسة والعلاقتها بقيمة المؤسسة المدرجة في البورصة . وفي الأخير تم تخصيص المبحث الثاني الأهم الدراسات العربية والأجنبية التي لها تأثير مباشر وغير مباشر بالملاءة المالية التي عملت على احدى المتغيرات الدراسة الحالية وذلك للاعتماد عليها في تفسير نتائجها ومعرفة الفرق بين هذه الدراسات مع عرض الأهداف التي أدت إليها كل دراسة وسوف نحاول في الفصل الثاني تطبيق ما هو نظري على ارض الواقع من خلال معرفة اثر الملاءة المالية على القيمة السوقية للسهم.

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لأثر مؤشرات
الملاءة المالية على قيمة الشركات المدرجة في
بورصة عمان

تمهيد:

بعد تناولنا في الفصل الأول للمفاهيم الأساسية المتعلقة بالملاءة المالية ومستوياتها وأدوات قياسها وكذا الدراسات السابقة للموضوع، سنخصص هذا الفصل لدراسة التطبيقية لإسقاط الجانب النظري على جانب التطبيقي للدراسة فتناولنا في هذا الفصل كل من مجتمع وعينة الدراسة وذلك من خلال دراسة العلاقة بين المتغير المستقل (الملاءة المالية: نسبة حقوق الملكية . نسبة سيولة الأصول . نسبة التداول . نسبة الرافعة المالية) . مع المتغير التابع (قيمة السوقية للاسهم) . لمجموعة من الشركات المدرجة في بورصة عمان، وإختبار مدى صحة فرضيات الدراسة سنقوم بتقسيم فصل الدراسة التطبيقية إلى المبحثين التاليين:

- ✓ **المبحث الأول:** الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة.
- ✓ **المبحث الثاني:** عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها.

المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

يمثل هذا المبحث بالنسبة للدراسة جزءاً أساسياً لمعرفة العلاقة بين المتغيرات ومدى تأثرها ببعضها البعض من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة، بحيث يشتمل على الطريقة المعتمد عليها في الدراسة من خلال المطلب الأول وتحديد الأدوات المستخدمة في جمع بيانات الدراسة ومعالجتها من خلال المطلب الثاني.

المطلب الأول: الطريقة المعتمد عليها في الدراسة

سيتم من خلال هذا المطلب التعريف بمجتمع وعينة الدراسة بالإضافة إلى متغيرات الدراسة وكيفية قياسها.

الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة

أولاً: مجتمع الدراسة

يتمثل مجتمع هذه الدراسة في بورصة عمان بالمملكة الأردنية الهاشمية، بلغ عدد الشركات المدرجة 173 شركة في نهاية سنة 2022 موزعة على 3 قطاعات متمثلة في: القطاع المالي، قطاع الخدمات، قطاع الصناعة.

• نشأة بورصة عمان:

تأسست بورصة عمان في 11 مارس 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منتظم التداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية

وفي 20 فيفري 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة وتعتبر شركة بوصة عمان الخلق القانوني والواقعي لبورصة عمان وتدار شركة بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء يعينهم مجلس الوزراء ومدير تنفيذ متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة¹

تلتزم بورصة عمان بتوفير مبادئ العدالة والشفافية والكفاءة والسيولة، حيث تسعى البورصة إلى توفير بيئة سليمة وصحية لتداول الأوراق المالية وترسيخ أسس التداول السليم والعادل، وحماية المتعاملين في سوق رأس المال، وللقيام بذلك قامت بورصة عمان بتطبيق أنظمة وتعليمات تتماشى مع المعايير العالمية.

تقوم بورصة عمان بتوفير أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة. ومراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات. كما قامت بورصة عمان بوضع معايير للسلوك المهني لضمان التزام أعضائها بمبادئ التداول العادل والسليم، كما تحرص على ضرورة النشر الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين بنفس الوقت.

¹<https://arab-exchanges.org/ar/member/amman-stock-exchange-ase/>

تحرص بورصة عمان على إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية وإبرام الاتفاقيات معها، والمشاركة في المؤتمرات والندوات العربية والعالمية وهي عضو الاتحاد الدولي للبورصات واتحاد أسواق المال العربية، واتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية والمنظمة الدولية للهيئات الأوراق المالية.¹

أهداف البورصة : تهدف بورصة عمان إلى:

- ✓ خلق بيئة إستثمارية جاذبة وآمنة وتطوير عمليات وأساليب الأوراق المالية في البورصة.
- ✓ نشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها الشركة .
- ✓ تطبيق أحدث المعايير العالمية ونشر معلومات التداول إلى أكبر عدد ممكن من المتعاملين المهتمين.
- ✓ زيادة وعي فئات المتعاملين بالأوراق المالية وتوفير الشفافية والمصداقية في تعاملات البورصة.

ثانياً : عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في 09 شركات مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية تنشط فيالقطاع الصناعي خلال الفترة (2013-2022). وقد تم إختيارها بناءً على:

- ✓ توفير المعلومات المالية لشركات المدرجة المختارة على الموقع الإلكتروني لبورصة عمان خلال الفترة المدروسة بصيغة PDF.
- ✓ الإبتعاد الكلي عن البنوك والقطاعات الأخرى وتم التركيز على القطاع الصناعي.

الجدول رقم 02 شركات عينة الدراسة

الشركة	الرمز	القطاع
شركة الباطون الجاهز	141065	الصناعات الهندسية و الإنشائية
شركة الحياة لصناعات الدوائية	141210	الأدوية والصناعات الطبية
شركة الصناعات البتروكيماوية الوسيطية	141217	الصناعات الكيماوية
شركة مصانع الزيوت النباتية الأردنية	141141	الأغذية والمشروبات
شركة سنيرة لصناعات الغذائية	141222	الأغذية والمشروبات
شركة الكابلات المتحدة	141215	الصناعات الكهربائية
شركة المتصدرة	141010	الصناعات الكيماوية
شركة فيلادلفيا للأدوية	141219	الأدوية و الصناعات الطبية

¹<https://portal.jordan.gov.jo/wps/portal/Home/GovernmentEntities/Agencies/Agency/Amman+Stock+Exchange?current=true&nameEntity=Amman%20Stock%20Exchange&entityType=otherEntity>

شركة حديد الأردن	141018	الصناعات الإستخراجية والتعديلية
------------------	--------	---------------------------------

المصدر: من إعداد الطالبتان بناءً على المعطيات المتوفرة على الموقع الإلكتروني للسوق المالي بعمان.

الفرع الثاني : تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

أولاً: تحديد متغيرات الدراسة

(1) المتغير التابع: يتمثل المتغير التابع للدراسة الحالية في القيمة السوقية للأسهم حيث تم قياسه بالتغير في متوسط سعر

الإغلاق ، بأخذ سعر الإغلاق لأسهم شركات عينة الدراسة لمدة عشر سنوات.

(2) المتغير المستقل: يتمثل في الملاءة المالية حيث تم الإعتماد على 4 متغيراتها علاقة بالملاءة المالية وهي (نسبة حقوق

الملكية . نسبة سيولة الأصول . نسبة التداول . نسبة الرافعة المالية).

ثانياً : تحديد كيفية حساب متغيرات الدراسة

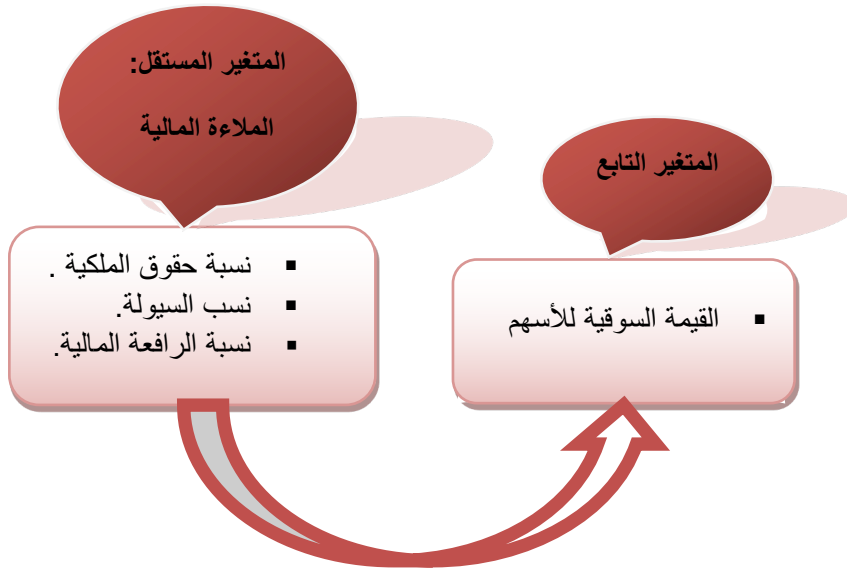
يوضح الجدول التالي المتغيرات المتعلقة بالدراسة وكيفية حسابها:

الجدول رقم 03 طريقة حساب المتغيرات المعتمدة في الدراسة

الرمز المعبر عنها	كيفية حسابها	المتغيرات
MVS	معبّر عنها بالتغير في متوسط أسعار الإغلاق	القيمة السوقية للأسهم
PDP	الأموال الخاصة / اجمالي الخصوم	نسبة حقوق الملكية
RLA	الأصول المتداولة/إجمالي الأصول	نسبة سيولة الأصول
CR	الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة	نسبة التداول
LE	الديون المالية / حقوق الملكية	نسبة الرافعة المالية

المصدر: من إعداد الطالبتان بالإعتماد على الأدبيات النظرية المبينة في الفصل الأول.

*نموذج الدراسة:



المصدر: من إعداد الطالبتان.

المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة

يشمل هذا المطلب على التعريف ببيانات السلاسل الزمنية المقطعية والتي يرمز لها بكلمة "بانل" وإيجابيات هذا النموذج وتأخذ بياناته ثلاثة أشكال رئيسية مستخدمة في التقدير.

1. تعريف بيانات بانل:

يعد استخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (panel data). من الأساليب الحديثة المستخدمة في تحليل القياسي الكمي وقد اكتسبت هذه النماذج في الآونة الأخيرة اهتماما كبيرا خصوصا في الدراسات الاقتصادية نظرا لانهما تأخذ في الاعتبار أثر تغير الاختلاف بين الوحدات المقطعية على حد سواء أي انهما تجمع بين خصائص كل من السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية في ذات الوقت فنجد ان بيانات السلاسل الزمنية تصف سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة بينما تصف البيانات.¹

إيجابيات نموذج بانل: يتفوق تحليل بانل عن تحليل بيانات السلاسل الزمنية بمفردها وبيانات المقطعية لوحدها فقط بالعديد من الإيجابيات نذكر منها ما يلي:

- التحكم في التباين الفردي الذي يظهر في حالة البيانات المقطعية أو الزمنية والذي يفضي إلى نتائج متحيزة.

¹ عماد الدين ابراهيم علي ، استخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية panel data في تحديد أهم عوامل النمو الاقتصادي في الدول العربية ، المجلة العربية للإدارة ، العدد 02 (جوان)، 2023، ص 97

- لبيانات بانل محتوى معلوماتي أكثر من البيانات المقطعية أو الزمنية للحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى ولها أكبر عدد من درجات الحرية وأقل مشاكل إرتباط مشترك بين المتغيرات مقارنةً مع بيانات السلاسل الزمنية.

- إمكانية إجراء دراسة ديناميكية التعديل التي قد تخفيها البيانات المقطعية.

- تساهم في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة والتي تقود عادةً إلى نتائج متحيزة في إنحدارات المفردة.

- تدرس نماذج بانل مشاكل يستحيل دراستها باستخدام البيانات العرضية أو السلاسل الزمنية ويخفف من مشكلة التعدد الخطي¹.

1. الأشكال الأساسية لتحليل بيانات بانل:

• **نموذج الإنحدار التجميعي:** يعتبر أبسط النماذج المقطعية عبر الزمن بحيث تكون فيه جميع المعاملات ثابتة لجميع الفترات الزمنية ويهمل تأثير الزمن، يفترض تجانس تباين حدود الخطأ العشوائي بين الحالات التي يتم دراستها بالإضافة إلى القيمة المتوقعة لحد الخطأ العشوائي يجب أن تساوي الصفر، ويكون بالصيغة التالية:

$$Y_{it} = \beta_0 + \epsilon_{j=1}^k \beta_j X_j(it) + \epsilon_{it}$$

$$i = 1.2....N$$

$$t = 1.2.....T$$

$$\text{بـحيـث: } E(\epsilon_{it}) = 0 \text{ و } \text{Var}(\epsilon_{it}) = \sigma^2 \epsilon$$

• **نموذج الأثار الثابتة:** يهدف إلى معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدى فيتم التعامل مع الأثار المقطعية أو الزمنية ويسمح بوجود قواطع تتفاوت من مجموعة إلى أخرى، ولتقدير هذه القواطع أو الثوابت نستخدم متغيرات صورية بعدد (n-1) لتمثيل المجموعات المقطعية والعدد (t-1) لتمثيل السنوات فتم إفتراض أن المعلومات تتغير بأسلوب ثابت وعلى هذا الأساس تمت تسميتها بنماذج التأثيرات الثابتة، والممثل بالصيغة التالية:

$$Y_{it} = \beta_0(i) + \epsilon_{j=1}^k \beta_j X_j(it) + \epsilon_{it}$$

$$i = 1.2.....N$$

$$t = 1.2.....T$$

¹فاطمة بن شنة، إدارة المخاطر الإئتمانية ودورها في تقييم ربحية البنوك التجارية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم، جامعة قاصدي مرباح -ورقلة-، 2017، ص85.

• نموذج الأثار العشوائية: يتعامل هذا النموذج مع الأثار المقطعية والزمنية على أنها معالم عشوائية وليست معالم ثابتة، ويقوم هذا الافتراض على أن الأثار المقطعية والزمنية هي متغيرات وهمية عشوائية مستقلة بوسط يساوي الصفر وتباين محدد وتضاف كمكونات عشوائية في حد الخطأ العشوائي لنموذج، ويقوم على افتراض أساسي: وهو "عدم إرتباط الأثار العشوائية مع متغيرات النموذج التفسيرية"¹، فيكون حد الخطأ ϵ_{it} ذو توزيع طبيعي مقداره صفر وتباينه مساوي إلى $\sigma^2\epsilon$ بالصيغة التالية:

$$Y_{it} = u + \sum_{j=1}^k B_j X_j(it) + \epsilon_{it}$$

$$i=1.2....N$$

$$t=1.2....T$$

المبحث الثاني : عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها

بعد التطرق في المبحث السابق لطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة سنتناول في هذا المبحث إلى عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها وتحليلها إحصائياً في المطلب الأول، ومناقشة وتفسير النتائج المتوصل إليها في المطلب الثاني.

المطلب الأول: عرض وتحليل نتائج الدراسة :

سيتم في هذا المطلب عرض أهم نتائج الدراسة ومن ثم تحليلها

الفرع الأول : التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

سيتم من خلال هذا الفرع عرض للمقاييس الإحصائية الوصفية على متغيرات الدراسة لتحديد مدى تباعد البيانات الموجودة في الملاحق عن بعضها البعض وذلك من خلال برنامج Excel، والجدول التالي يلخص أهم النتائج الخاصة بدراسة الوصفية كما يلي :

¹فاطمة بن شنة، مرجع سبق ذكره، ص86.

الجدول رقم 04 نتائج الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة

LE	CR	RLA	PDP	MVS	متغيرات الدراسة
0.238635	2.690676	0.490243	2.755360	0.042542	Mean
0.000000	1.330235	0.439140	1.494731	-0.059778	Median
8.226247	34.84215	1.158106	15.99825	4.024845	Maximum
0.000000	0.059969	0.033617	0.014924	-2.380952	Minimum
0.945437	4.206767	0.224867	3.014898	0.662933	Std.Dev

المصدر: من إعداد الطالبتان بالإعتماد على برنامج Excel وEviewes9.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن متوسط القيمة السوقية للأسهم كمتغير تابع بلغ متوسطها الحسابي 0.042542
 بإنحراف معياري قدر ب 0.662933 ، أما بالنسبة لنسبة حقوق الملكية فقد بلغ المتوسط الحسابي 2.0755360
 بإنحراف معياري قدر ب 3.014898 ، أما عن نسبة سيولة الأصول فقد بلغ متوسطها الحسابي ب 0.490243 بإنحراف
 معياري قدر ب 0.224867، أما فيما يخص نسبة التداول فقد بلغ متوسطها 2.0690676 بإنحراف معياري قدر ب
 4.206767 ، أما بالنسبة للرافعة المالية فقد بلغ متوسطها الحسابي ب 0.238635 بإنحراف معياري قدر ب
 0.945437 .

• مصفوفة الارتباط الخطي:

الجدول رقم 05 مصفوفة الارتباط بين المؤشرات

Covariance Analysis: Ordinary					
Date: 04/04/22 Time: 18:23					
Sample: 2014 2020					
Included observations: 77					
Correlation					
RLA	LE	CR	PDP	MVS	Probability
				1.000000	MVS

			1.000000	0.054182	PDP
			-----	0.6120	
		1.000000	0.179142	-0.004725	CR
		-----	0.0911	0.9647	
	1.000000	-0.107369	-0.183314	-0.051900	LE
	-----	0.3138	0.0837	0.6271	
1.000000	-0.208545	0.434036	0.010234	0.088753	RLA
-----	0.0485	0.0000	0.9237	0.4055	

المصدر: من إعداد الطالبتان إعتماًداً على مخرجات برنامج Eviews9.

من خلال الدلالات الإحصائية المبينة أعلاه نجد أن القيمة السوقية للأسهم **MVS** لا ترتبط خطياً وليس لها معنوية إحصائية لمعامل الارتباط مع كل من نسبة حقوق الملكية **PDP** و نسبة التداول **CR** و الرافعة المالية **LE** و نسبة سيولة الأصول **RLA**.

● نتائج تقديرات نماذج بانل لدراسة أثر المرونة المالية على قيمة الشركات : من أجل تحديد مدى قدرة مؤشرات الملاءة المالية المتمثلة في (PDP، RLA ، LE ، CR)، على تفسير القيمة السوقية للأسهم من خلال تحليل نموذج الإنحدار بتقدير النماذج القياسية (النموذج التجميعي، النموذج الثابت، النموذج العشوائي) بالإعتماد على برنامج Eviews9 والنتائج ملخصة في الجداول التالية:

أولاً: 1- النموذج التجميعي

الجدول رقم 06 نتائج النموذج التجميعي

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.123526	0.197330	-0.625987	0.5330
PDP	0.013301	0.024556	0.541650	0.5895
CR	-0.010530	0.019199	-0.548433	0.5848
RLA	0.330187	0.360391	0.916191	0.3622
LE	-0.017269	0.078558	-0.219829	0.8265
Root MSE	0.654339	R-squared		0.014812
Mean dependent var	0.042542	Adjusted R-squared		-
S.D. dependent var	0.662933	S.E. of regression		0.673310
Akaike info criterion	2.100730	Sum squared resid		38.53440
Schwarz criterion	2.239608	Log likelihood		-
Hannan-Quinn criter.	2.156734	F-statistic		89.53285
				0.319481

Durbin-Watson stat	1.707201	Prob(F-statistic)	0.864215
--------------------	----------	-------------------	----------

المصدر: من إعداد الطالبان اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews9.

من خلال الجدول (06) نلاحظ أن احتمالية الاختبار أكبر من 0,05، يتبين أن العلاقة بين المتغيرات المستقلة (نسبة حقوق الملكية PDP، نسبة سيولة الأصول RLA، نسبة التداول CR، الرافعة المالية LE)، والمتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية للأسهم ليست لها دلالة احصائية عند مستوى معنوية 05%.

ثانياً: 2- نموذج التأثيرات الثابتة

الجدول رقم 07 نتائج نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.088927	0.243125	0.365765	0.7155
PDP	0.015326	0.027947	0.548421	0.5850
CR	-0.018313	0.019603	-0.934216	0.3531
RLA	-0.064582	0.420951	-0.153420	0.8785
LE	-0.032177	0.081758	-0.393559	0.6950
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Root MSE	0.617899	R-squared	0.121488	
Mean dependent var	0.042542	Adjusted R-squared	-	
S.D. dependent var	0.662933	S.E. of regression	0.015423	
Akaike info criterion	2.163904	Sum squared resid	34.36189	
Schwarz criterion	2.524988	Log likelihood	-	
Hannan-Quinn criter.	2.309515	F-statistic	84.37570	
Durbin-Watson stat	1.920038	Prob(F-statistic)	0.887351	
			0.563047	

المصدر: من إعداد الطالبان اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews9.

من خلال الجدول (07) نلاحظ أن احتمالية الاختبار أكبر من 0,05، يتبين أن العلاقة بين المتغيرات المستقلة (نسبة حقوق الملكية PDP، نسبة سيولة الأصول RLA، نسبة التداول CR، الرافعة المالية LE)، والمتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية للأسهم ليست لها دلالة احصائية عند مستوى معنوية 05%.

ثالثاً: 3- نموذج التأثيرات العشوائية

الجدول رقم 08 نتائج نموذج التأثيرات العشوائية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.123526	0.195781	-0.630939	0.5298
PDP	0.013301	0.024364	0.545935	0.5865
CR	-0.010530	0.019049	-0.552771	0.5819

RLA	0.330187	0.357563	0.923437	0.3584
LE	-0.017269	0.077942	-0.221568	0.8252
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.000000	0.0000
Idiosyncratic random			0.668026	1.0000
Weighted Statistics				
Root MSE	0.654339	R-squared		0.014812
Mean dependent var	0.042542	Adjusted R-squared		-
S.D. dependent var	0.662933	S.E. of regression		0.673310
Sum squared resid	38.53440	F-statistic		0.319481
Durbin-Watson stat	1.707201	Prob(F-statistic)		0.864215
Unweighted Statistics				
R-squared	0.014812	Mean dependent var		0.042542
Sum squared resid	38.53440	Durbin-Watson stat		1.707201

المصدر: من إعداد الطالبان اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews9.

من خلال الجدول (08). نلاحظ أن احتمالية الاختبار أكبر من 0,05، يتبين أن العلاقة بين المتغيرات المستقلة (نسبة حقوق الملكية PDP، نسبة سيولة الأصول RLA، نسبة التداول CR، الرافعة المالية LE). والمتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية للأسهم ليست لها دلالة احصائية عند مستوى معنوية 05%.

الفرع الثاني: تحليل النتائج

من خلال تحليل نتائج الجداول (06-07-08). يمكن أن نلاحظ ما يلي:

- بالنسبة للعلاقة بين نسبة المتغير حقوق الملكية التي قدرت ب(58,95). في النموذج التجميعي و بلغت (71,55) في نموذج التأثيرات الثابتة و قدرت ب (58,65). في نموذج تأثيرات العشوائية، والقيمة السوقية ليس لها معنوية إحصائية في النماذج الثلاثة المدروسة.

- بالنسبة للعلاقة بين نسبة التداول والقيمة السوقية ليس لها معنوية إحصائية، و التي قدرت ب (58,48 - 58,50). في النموذج التجميعي و نموذج التأثيرات الثابتة و نموذج التأثيرات العشوائية على التوالي .

- بالنسبة للعلاقة بين نسبة كل من المتغيرات سيولة الأصول التي قدرت ب(36,22-87,85-35,84). و الرافعة المالية ب (82,65-82,50-69,52). في النماذج الثلاثة المدروسة على التوالي، والقيمة السوقية ليس لها معنوية إحصائية .

المطلب الثاني: تحليل النتائج المتوصل إليها ومناقشتها

بعد الحصول على النتائج الإحصائية من خلال برنامج Eviews9 التي لم تظهر تأثير مؤشرات الملاعة المالية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2013-2022)، لذلك سنحاول تحليل ومناقشة النتائج المتوصل إليها سابقاً.

من أجل تحقيق هدف الدراسة إستخدامنا أسلوب التحليل المقطعي (بانل). الذي يعتمد على الثلاث نماذج المذكورة سابقاً، بحيث يمكن تحليل نتائج الدراسة الإحصائية كما يلي:

مناقشة الفرضيات

بالعودة إلى الفرضيات التي انطلق منها هذا البحث والتي تتمثل في:

- **الفرضية الأولى:** توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مؤشر حقوق والقيمة السوقية للشركة.
- **الفرضية الثانية:** توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات السيولة والقيمة السوقية للشركة.
- **الفرضية الثالثة:** توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية وقيمة الشركة.

يمكن القول أن نموذج الدراسة أثبت عدم وجود علاقة بين مؤشرات الملاعة المالية المذكورة سابقاً وقيمة الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة المدروسة (من خلال عدم تمتع النموذج ككل بمعنوية مقبولة) بحيث تبين ما يلي:

- عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة حقوق الملكية مع القيمة السوقية للأسهم MVS لأن القيمة الاحتمالية prob للمتغير كانت أكبر من 0.05% ، وقد يعود سبب ذلك إلى اختلاف في هياكل الملكية بين الشركات المدرجة في بورصة عمان ، بعض الشركات لديها هياكل ملكية متنوعة تتضمن مساهمة العائلات ، المؤسسات المالية ، والمستثمرين الأجانب في حين أن لدى الشركات الأخرى هياكل ملكية يمكن أن تؤثر على القرارات التشغيلية و استراتيجيات النمو للشركات ، مما يجعل الارتباط بين نسبة حقوق الملكية و القيمة السوقية أقل قوة ، وجود تباين في قوة الارتباط بين نسبة حقوق الملكية و القيمة السوقية بين الشركات المختلفة في قطاع الصناعة ، فبعض الشركات تظهر علاقة قوية و ذات دلالة احصائية بين هذين المتغيرين في حين أن البعض الآخر لا يظهر أي علاقة و هذا التباين يعود إلى عوامل متعددة منها : حجم الشركة ، نمط الأعمال ، نوع الصناعة... الخ لذلك فإن دراسة واحدة لا تكون كافية لتحديد العلاقة بين هذين المتغيرين بشكل شامل .

- عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرافعة المالية مع القيمة السوقية للأسهم MVS لأن القيمة الاحتمالية prob للمتغير كانت أكبر من 0.05% ، وقد يرجع سبب ذلك إلى اختلاف استراتيجيات التمويل التي تتبعها الشركات ، فإعتماد بعض الشركات بشكل رئيسي على الديون الخارجية يؤدي إلى زيادة الرافعة المالية ، في المقابل يفضل البعض الآخر الاعتماد بشكل أكبر على رأس مال الذاتي او التمويل الداخلي ، مما يقلل من مستوى الرافعة المالية و بالتالي يكون هناك تباين كبير في استخدام الرافعة المالية بين الشركات المختلفة ، مما يؤدي إلى عدم وجود علاقة قوية ذات دلالة احصائية بين الرافعة المالية و القيمة السوقية ، يعتبر تقييم الشركات و اختيار الاستثمارات قرارات تتأثر بعوامل نفسية و

عواطف المستثمرين فعلى سبيل المثال قد يميل المستثمرون إلى تقييم الشركات ذات القيمة السوقية العالية بشكل أكبر و بالتالي قد يتجاهلون العلاقة بين الرافعة المالية و القيمة السوقية و في حالة توجه المستثمرين إلى تقييم عوائد الإستثمار بشكل أكبر ، قد يكون للرافعة المالية تأثير أقل على قيمة المؤسسة .

- عدم جود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات السيولة مع القيمة السوقية للأسهم MVS لأن القيمة الإحتمالية prob للمتغير كانت أكبر من 0.05% ، فتعدد المؤشرات المالية يؤدي إلى تفاوت هذه المؤشرات في الاحتماب و التأثير على القيمة السوقية ، بعض المؤشرات قد تعكس الملاءة المالية بشكل أفضل بينما تكون الأخرى أكثر تركيزا على السداد الفوري ، هذا التنوع في المؤشرات المالية يؤدي إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية قوية بين مؤشرات السيولة و القيمة السوقية .

خلاصة الفصل الثاني :

تعد بورصة عمان من أنشط الأسواق العربية تضم 173 شركة مدرجة تم إختيار منها 09 شركات من القطاع الصناعي خلال الفترة (2013-2022)، لذلك تم التطرق من خلال هذا الفصل إلى إختبار قدرة مؤشرات الملاءة المالية التي تتمثل في نسبة حقوق الملكية و نسبة سيولة الأصول و نسبة التداول و نسبة الرافعة المالية في تفسير القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في هذه البورصة بإتباع أساليب الإقتصاد القياسي . في الجانب النظري قمنا بعرض بعض المفاهيم المتعلقة بسلاسل الزمنية المقطعية (بانل). وأهم النماذج المكونة لها، ثم معالجة بيانات ثم عرض النتائج وتحليلها ومن ثم التوصل إلى إستنتاجات ونتائج هائية.

خاتمه

خاتمة :

حاولنا من خلال هذه الدراسة معالجة اشكالية البحث والتي تمحورت حول مدى تأثير الملاءة المالية على قيمة الشركات في بورصة عمان ودراسة المؤشرات الملاءة المالية ومدى تأثيرها على القيمة السوقية للسهم وذلك خلال فترة (2013-2022) ولقد اقتضى بنا الأمر الى معالجة هذه الاشكالية من خلال قسمين , تناولنا في القسم الاول ادبيات النظرية للملاءة المالية وتحليل لعدة دراسات سابقة تمايزت اهدافها ونتائجها الاستفادة منها وتوجيه منحى البحث على ضوءها . اما القسم الثاني فتناولنا دراسة تطبيقية حللنا فيها مدى تأثير مؤشرات الملاءة المالية على القيمة السوقية للسهم في بورصة عمان وللإجابة على الاشكالية الفرعية واثبات صحة الفرضيات الاساسية الموضوعية في مستهل البحث تم استخدام اساليب احصائية حديثة تمثلت في بيانات السلاسل الزمنية المقطعية panel ونماذجها

أولاً: نتائج الدراسة النظرية وتحليل أدبيات الموضوع (الدراسات السابقة)

من خلالتحليل المقالات التي تم الإستعانة بها في هذه المذكرة تمكنا من الوصول إلى:

✓ من خلال مناقشة العلاقة بين قيمة المؤسسة و الملاءة المالية تبين ان قيمة المؤسسة تعكس قوة وجاذبية الشركة للمستثمرين فعندما تتمتع الشركة بالملاءة مالية قوية فانها تستطيع توليد الأرباح اعلى وبالتالي تزيد قيمة المؤسسة وزيادة جذب المستثمرين

✓ بعد مناقشة العلاقة بين اليسر المالي و الملاءة المالية تبين ان اليسر المالي الفعلي او قانوني يهدف الى دراسة ملاءة الشركات على المدى الطويل وهو ما يتعارض مع مبدأ استمرارية الشركات وبقائها على ميدان نشاطها أي تحقيق الملاءة دون تحقيق عنصر الايفائية على المدى القصير.

✓ حسب الدراسة الذي أجراها Murniatilo حيث أخذ نسبة الدين إلى الأصول وهي احد نسب الملاءة المالية لقياس المبلغ الإجمالي الممول من الإحتياجات التمويلية لإجمالي الدين , الدراسة مدعومة بنظرية modiglian miller – والتي توصلت إلى أن نسبة الدين إلى الأصول المتغيرة لها تأثير سلبي كبير على سعر سهم الشركة , وهذا مايتماشى مع الأبحاث التي اجرها yudhi ptasetiy 2022 ودراسة gilamg Ramadhan fajiri 2018 وتوصلهم الى وجود تأثير الملاءة المالية على قيمة المؤسسة .

✓ حسب دراسة kasnandar و maya sari والذي توصلت نتائجها إلى أن الملاءة المالية التي تم قياسها بواسطة نسبة الدين إلى حقوق الملكية جزئيا ليس لها تأثير كبير على أسعار الأسهم .

ثانياً: نتائج الدراسة التطبيقية

أثبت نموذج الدراسة عدم وجود علاقة بين المؤشرات التي تمثل الملاءة المالية والمتمثلة في مؤشر حقوق الملكية ، مؤشر سيولة الأصول ، مؤشر الرافعة المالية ومؤشر التداول وقيمة الشركات في عينة الدراسة خلال الفترة المدروسة و انه لا يوجد نموذج ملائم لتمثيل العلاقة المدروسة .بالإضافة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة حقوق الملكية و نسبة التداول و نسبة الرافعة المالية ونسبة سيولة الأصول مع القيمة السوقية للأسهم، وهو ما أدى الى رفض جميع النماذج.

توصيات الدراسة

- ان تركز شركات الصناعة المدرجة في سوق عمان على بناء نظام ملاءة مالية لديها يكون اكثر شمولا وتكاملا وان يكون هذا النظام بمستوى مناسب بما يضمن لها مواجهة اخطار حالات الفشل في استرداد جزء من الأموال المستثمرين و تحسين الهيكل المالي للشركة عن طريق تقليل الديون وزيادة حصة راس المال الخاص .
- ضرور التحكم في الرافعة المالية لشركة وعدم المبالغة فيها حيث يؤدي بها الى زيادة حجم الديون وعدم قدرتها على سدادها مما يؤدي بها الى خطر الإفلاس.

آفاق الدراسة

- إعادة دراسة العلاقة بين الملاءة المالية وقيمة الشركة بالاعتماد على مؤشرات أخرى لقياس قيم الشركة كمؤشر خلق القيمة (نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية).
- تطبيق الدراسة في بيئة مختلفة ومدة زمنية تفوق فترة الدراسة حتى يمكن تحديد مدى تأثير الملاءة المالية ومؤشراتها على قيمة الشركات على مدى الطويل لأنها قرارات مالية ذات بعد إستراتيجي.
- العمل على دراسة متغيرات أخرى تؤثر على الملاءة المالية ومن ثم قيمة الشركات المدرجة في بورصة عمان.
- تطبيق نماذج رياضية أخرى لتقييم الأسهم على عينات مختلفة في الأسواق المالية والمقارنة بينها من حيث النتائج وسهولة التطبيق وغيرها من المعايير لتحديد أي منها أفضل.

المصادر والمراجع

المصادر والمراجع:

المراجع باللغة العربية:

مذكرات ماجستير و ماستر وأطروحات دكتوراه .

1	سعاد بوشلوش، إدارة المخاطر المالية في شركات التأمين و إجراءات الرقابة فيها، أطروحة دكتوراه، جامعة المحمد بوقرة بومرداس، 2015.
2	طار عبد القدوس، بناء نموذج لقياس وتقييم الملاءة المالية لشركات التأمين أطروحة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2019.
3	شاهر فلاح العرود، اثر الملاءة المالية على القيمة السوقية لسعر السهم في البنوك التجارية الأردن، جامعة القصيم، المملكة العربية السعودية، دون سنة النشر.
4	كراش حسام، نحو نموذج مقترح لمعايير الملاءة المالية في شركات التأمين الجزائرية على ضوء تجارب بعض الأنظمة الدولية، رسالة ماجستير ، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2014.
5	محمد الحبيب شربي، دور الملاءة في تسيير المخاطر المالية في المؤسسات الاقتصادية ، مذكرة ماستر ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2014.
6	معوش عائشة، مزهود منال ، أثر الديون طويلة الأجل على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية ، مذكرة ماستر ، جامعة محمد البشير الإبراهيمي برج بو عرييج، 2020.
7	فاطمة بن شنة، إدارة المخاطر الائتمانية ودورها في تقييم ربحية البنوك التجارية، أطروحة دكتوراه ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة، 2017.

المجلات والدورات

8	عبد اللطيف عبود، الملاءة شرط الوجود و شرط الاستمرار، مجلة التنمية و التأمين، العدد 2004، 26.
9	عبد الخالق أودينة، أبوبكر بوسالم، أحمد شعشوع، استخدام نموذجي "Kida" و "Sherrod" في التنبؤ بالفشل المالي للشركات، مجلة البحوث و الدراسات التجارية، مجلد 05، عدد 01، 2021 .
10	نذير أولاد سالم، عمر الفاروق زرقون، محمد السعيد أوييرة، تقييم الملاءة المالية في شركات التأمين، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية و المالية ، المجلد 07، العدد 02، 2021.
11	عماد الدين ابراهيم علي ، استخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية panel data في تحديد أهم عوامل النمو الاقتصادي في الدول العربية ، المجلة العربية للادارة ، العدد 02، 2023.

المراجع باللغات الأجنبية:

مقالات ورسالات باللغة الأجنبية

12	D. Daykin et al, The Solvency of General Insurance Companies , Journal of the Institute of Actuaries, Vol 111, No 02,1984.
13	Sharon A. DeVaney, The Usefulness of Financial Ratios as Predictors of Household Insolvency: Two Perspectives , Financial Counseling and Planning, Vol 5, 1994.
14	Gilang Ramadhan Fajiri, The Effect of Rentability Ratio Solvability Ratio Liquidity Ratio Upon The Company 's Vialue , jornal of binaniaga , vol 03, No 01, 2018.
15	Kusnandar, Maya Sari, The Effects of Liquidity Solvency and Profitability on Stock Price , Journal of accounting and finance management, Vol 01, No 05, 2020.
16	Yudhi Prasetyo, Analysis of Company Size Profitability and Solvency on Firm Value at BUMN IDX20 , journal of science and technology, vol 01 , No 07,2022.
17	Sitti Murniati, Effect of Capital Structure , Company Size and Profitability on the Stock Price of food and Beverage Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange , journal of information management and business review, vol 08, No 01 ,2016.

المواقع الالكترونية:

18	http://www.asca.sy/download/PDF/Seminars/Lecture2011-3-1.pdf
19	https://arab-exchanges.org/ar/member/amman-stock-exchange-ase/
20	https://portal.jordan.gov.jo/wps/portal/Home/GovernmentEntities/Agencies/Agency/Amman+Stock+Exchange?current=true&nameEntity=Amman%20Stock%20Exchange&entityType=otherEntity

الملاحق

الملحق رقم (01): المقارنة بين الدراسات السابقة

عنوان الدراسة	دراسة	اطار الزمني و المكاني	العينة	الهدف من الدراسة	المتغيرات	النتائج
أثر التحفظ المحاسبي على جودة الأرباح	محمود سمير محمود المصري	عمان 2016- 2020	49 شركة صناعية في بورصة عمان	هدفت الدراسة الى معرفة أثر التحفظ المحاسبي على جودة الأرباح للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان	- القيمة السوقية - حقوق الملكية - جودة الأرباح - التحفظ المحاسبي	- وجود اختلاف في مستوى التحفظ المحاسبي بين شركات و بين بورصة عمان الأوراق المالية لا تتمتع بالاستمرارية وبالتالي تتسم بمستوى منخفض من جودة الأرباح
أثر صنع القرارات المالية على قيمة مؤسسة الاقتصادية في الجزائر	عبد الكريم خيري	الجزائر 2019	مؤسسات اقتصادية جزائرية	هدفت الدراسة إلى تحليل سياسة توزيع الأرباح على المساهمين وعلاقتها بقيمة المؤسسة	نسبة الديون الإجمالي على الأموال الخاصة -قيمة المؤسسة	قيمة المؤسسة تتأثر بنسبة الديون الإجمالي على الأموال الخاصة -علاقة بين قيمة المؤسسة وباقي المتغيرات علاقة ضعيفة او متوسطة وهذا يعود الى محدودية أداء البورصة في الجزائر
الملاءة المالية ومدى تأثيرها في القيمة سوقية لسعر سهم	شاهر فلاح العرود	الأردن عمان 2001-	15 بنكا تجاري مدرجة في البورصة	هدفت الدراسة الى إبراز أثر الملاءة المالية في	-قيمة سوقية لسهم البنك التجاري	البنوك التجارية الأردنية تتمتع بملاءة مالية جيدة تستطيع

الوفاء بالترتمتها المالية قصيرة و طويلة الاجل في الاعتماد على إدارة أصولها ومواردها	-نسبة تداول -نسبة السيولة السريعة -نسبة النقدية -حقوق الملكية الى مجموعة الموجودات -نسبة تغطية الضرائب والاستهلاكات	القيمة السوقية لسعر السهم في البنوك التجارية الأردنية		2010		في البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان
فعالية ونجاعة نموذج المالي الاحصائي في تشخيص الملاءة المالية -تحديد الأداء المالي الحالي و المستقبلي للمؤسسات الصناعية المسعرة في البورصة الأردنية	رأس مال العامل/اجمالي الأصول -الأرباح المحتجزة / اجمالي الأصول -الأرباح قبل الضرائب /اجمالي الأصول -القيمة السوقية / قيمة الدفترية لديون	هدفت الدراسة الى تقييم الأداء المالي للمؤسسات الصناعية	مؤسسات صناعية	الأردن -2015 2017	بورنيسة مريم , خنفري خيضر	فعالية مؤشرات الحديثة الأداء المالي في تحديد الملاءة المالية للمؤسسات الصناعية
-وجود أثر لنسبة صافي الأقساط	-معدل العائد على حقوق	هدفت الدراسة الى التعرف	5 شركات تأمين البيبة	ليبيا -2013	عبد الفتاح عثمان العريجي , عادل	أثر المؤشرات الملاءة المالية على الأداء

المكتبة الى اجمالي حقوق المساهمين على معدل العائد على حقوق المساهمين -عدم وجود أثر للمتغيرات التغير في حجم صافي الأقساط و مخصصات الفنية بالنسبة الأصول المتداولة على معدل العائد على حقوق المساهمين	المساهمين -صافي الأقساط المكتبة الى اجمالي حقوق المساهمين -مخصصات الفنية الى أصول المتداولة	على أثر بعض المؤشرات الملاءة المالية على الأداء المالي لشركات التأمين لليبية		2017	عبد العزيز سلطان , عصام عبد الحفيظ عبد السلام ميلاد	المالي
-تتمتع الشركة بملاءة جيدة -المشروع الجزائري بعيد عن ماهو معمول به دوليا في مجال الملاءة والتي تحدد هامش الملاءة على أساس المخاطر -إعادة النظر في قواعد الملاءة المالية واخذ بعين الاعتبار المخاطر في حساب هامش الملاءة	هامش الملاءة -مخصصات الفنية -تطور راس المال الاجتماعي -التوظيفات المالية -التزامات تنظيمية	هدفت الدراسة الى التعرف على مدى احترام معايير تقييم الملاءة المالية في شركات التامين	شركة وطنية التأمين SAA	الجزائر -2014 2017	وهاب سمير , حمدي معمري	تقييم الملاءة المالية في شركات التأمين الجزائرية

<p>هشاشة نظام الملاء المالية</p> <p>الملاء بالنسبة للعقود طويلة الاجل والذي تبعه عدة أزمات منها ازمة السيولة</p>	<p>كفاية الأموال الخاصة</p> <p>هامش الملاء</p> <p>تغطية الالتزامات</p> <p>تقنسة</p>	<p>هدفت الدراسة الى تقييم الملاء المالية في شركات التامين لمعرفة الوضعية المالية الحقيقية لشركات التامين</p>	<p>شركات التامين الجزائرية</p>	<p>الجزائر</p> <p>2013-2018</p>	<p>نذير أولاد سالم , عمر الفاروق , محمد سعيد اوبيرة</p>	<p>تقييم الملاء المالية في شركات التامين</p>
<p>معظم شركات التامين الجزائرية تجد صعوبة في تغطية التزاماتها القانونية</p> <p>نظام الملاء المالية لشركات التامين في الجزائر مزال يرتكز على قواعد المحاسبية و بالتالي فهو اقرب في مكوناته الى نظام الملاء 1 ولا يتمشى مع نظام الملاء 2</p>	<p>راس المال الاجتماعي</p> <p>هامش الملاء</p> <p>الالتزامات القانونية</p>	<p>هدفت الدراسة الى تحليل وتقييم نظام الملاء المالية شركات التامين في الجزائر على ضوء الإصلاحات لمجاله ومؤشرات الملاء المالية</p>	<p>شركات التامين الجزائرية</p>	<p>الجزائر</p> <p>2020</p>	<p>سعاد بوشلوش , سليمة نشنش</p>	<p>تحليل وتقييم نظام الملاء المالية شركات التامين جزائرية</p>
<p>نظام الملاء لم يواكب تطورات أنظمة الملاء الأوروبية</p> <p>عدم مرونة في</p>	<p>تقييم الأصول و الخصوم</p> <p>تقييم المؤونات التقنية</p>	<p>هدفت الدراسة الى تعرف على نظام الملاء المالية في الجزائر شركات</p>	<p>شركات التامين الجزائرية</p>	<p>الجزائر</p> <p>2021</p>	<p>سنجاق نوردين</p>	<p>نظام الملاء المالية لشركات التامين في الجزائر و تطور أنظمة الأوروبية</p>

الاستثمار أموال شركات التأمين -اختلاف مع نظام الملاءة 2 وتوافقه مع نظام الملاءة 1	-هامش الملاءة الاستثمار	التأمين وتطورات نظام الملاءة الأوروبي من نظام الملاءة 1 الى نظام ملاءة 2				
بناء نموذج لقياس وتقييم الملاءة المالية لشركات التأمين	إمكانية بناء نموذج لقياس وتقييم -غالبية المؤشرات المعيارية العالمية جاءت معنوية هذا يعني انه يمكن تقدير وتقييم الملاءة المالية على بيانات سوق التأمين الجزائري	هدفت الدراسة معرفة كيفية بناء نموذج لقياس وتقييم الملاءة المالية لشركات التأمين	10 شركات تأمين تنشط في مجال التأمينات العامة	الجزائر -2010 2015	طارق عبد القدوس	
هامش الملاءة المالية في شركات تأمين وشركات إعادة التأمين السعودية	-هامش الملاءة المالية -الأقساط المكتتبة -المتطلبات	هدفت الدراسة الى معرفة جانبا مهما من جوانب عمل شركات التأمين التعاوني	30 شركة التأمين التعاوني	المملكة العربية السعودية	عبد الكريم احمد قندوز , خالد عبد العزيز السهلاوي	
-تفوق شركة ميدغلف على بقية الشركات سواء في وفائها بالمتطلبات هامش الملاءة الأقساط او في هامش الملاءة و هامش ملاءة المتطلبات	-عائد السهم fps	هدفت الدراسة الى معرفة مدى تأثير السيولة	شركات تصنيع	الأردن -2010	Ahmad abdelhalim dahiyat,	Liquidity and solvency management

تتعلق بالمتغيرات الأخرى	-النسبة الحالية cr	والاملاء المالية شركات التصنيع الأردنية المدرجة في بورصة عمان		2019	sulaiman raji weshh, mohammed aldahiyat	and is impact on financial performance
-تأثير اجابي كبير على الأداء وتأثير سلمي كبير للملاءة على الأداء	-اجمالي الديون الى اجمالي الأصول					
-حجم الشركة له تأثير اجابي كبير على قيمة الشركة - الأداء المالي لربحية المقتبس مقابل حقوق مالية يعطي نتائج دون أي تأثير على قيمة الشركة و ملاءتها	-الربحية -الملاءة المالية - العائد على حقوق الملكية roe - الدين على اجمالي الأصول dta	هدفت الدراسة الى اختبار وتحديد العوامل التي تؤثر على قيمة الشركة		بورصة اندونيسيا 2018-2021	Yudhi prasetyo	Analysis of company size profitability and solvency on firm value
-المتغيرات المستقلة الثلاثة لها تأثير كبير على العائد على الأصول roe و dar	العائد على الأصول roe و dar , roa	هدفت الدراسة الى شرح علاقة المتغيرات من خلال الفرضيات	34 شركة مدرجة في بورصة اندونيسيا	بورصة اندونيسيا 2017-2019	Apipi ahamsori, muhamad luthfi	Effect of liquidity and solvency on company performabce

على roa و roe						
الملاءة المالية ورأس المال العامل لهما تأثير كبير على الربحية في وقت واحد يمكن تفسير الربحية من خلال رأس المال العامل و الملاءة المالية -شركة لا تدير رأس مال العامل بشكل مناسب	-الملاءة المالية -رأس مال العامل -نسبة المالية	هدفت الدراسة الى معرفة ما اذا كان للملاءة المالية و رأس المال العامل تأثير على الربحية		2012- 2016	Yemmi, Arifin, eddy gunawan, leonard pakpahan, halasan siregan	The impact of solvency and working capital on perofitability
-المتغيرات المستخدمة لفترة الدين المتغير الى الأصول dar والتي كانت اكثر اثرت بشكل كبير على قيمة الشركة	-نسبة الملاءة -نسبة السيولة - نسبة الاجار	توصلت الدراسة الى اثبات تأثير نسبة الملاءة و سيولة ونسبة الاجار على قيمة الشركة المقامة بقيمة الدفترية	7من 9 شركات مسجلة في بورصة	اندونسا 2012- 2016	Gilang Ramadhan	The effect of rentability ratio, solvability ratio, liquidity ratio upon the companys value
-نسبة الملاءة المالية لها تأثير سلبي وهام للغاية على العائد على الأصول وللعاقد على حقوق	-السيولة -الملاءة -الأداء	هدفت الدراسة الى تحليل وشرح العلاقة بين السيولة والملاءة والأداء	36 شركة كيمائية	باكستان 2001- 2009	Mobeen ur, rehman	Impect of liquidity, solvency on profitability chemical

الملكية		والتي تلعب دورا حيويا في العائد على الأصول لقطاع الكيماويات				sector of pakista
-سيولة لها تأثير إيجابي كبير على العائد على الأصول القطاع						
-الربحية المحسوبة ROE بالعائد على الأصول كمتغير تابع لها علاقة سلبية مع الملاءة المحسوبة بواسطة CR النسبة الحالية وعلاقة موجبة مع de	ربحية - السيولة - الملاءة	هدفت الدراسة الى استكشاف التأثير على ربحية السيولة والملاءة في قطاع الادوية	بورصة عمان	الأردن -2005 2018	Rania alomari	The impact of liquidity, solvency on profitability
der كان ل cr و roe تأثير إيجابي ولم يكن لهما تأثير كبير الأسعار الأسهم - eps له تأثير إيجابي هام على أسعار سهم	-نسبة السيولة cr - نسبة الملاءة der - نسبة الربحية roe - نسبة سوق eps	هدفت الدراسة الى تحليل وفحص تأثير نسبة السيولة ، نسبة الملاءة ، نسبة الربحية ، ونسبة السوق ، على اسعار الاسهم في شركات التصنيع في القطاع الفرعي للأغذية ومشروبات المدرجة في	14 شركات تصنيع في قطاع الفرعي	-2016 2020	Sari, rivi suci fahriyana puspitarini	Effect of liquidity, solvency profitability and market ration on stock price

		بورصة اندونيسيا				
--	--	--------------------	--	--	--	--

المصدر: من إعداد الطالبات
الملحق رقم (02): متغيرات الدراسة

المتغيرات المستقلة	المتغيرات المستقلة	المتغيرات المستقلة	المتغيرات المستقلة	المتغير التابع	السنوات	المؤسسات
<u>نسبة حقوق الملكية</u>	<u>نسبة سيولة الأصول</u>	<u>نسبة التداول</u>	<u>نسبة الرافعة المالية</u>	<u>القيمة السوقية للأسهم</u>		
PDP	RLA	CR	LE	MVS		
1,454159179	0,236736945	0,608386651	0,030967313	0,063670412	2013	شركة الباطون الجاهز
1,561550502	0,265578249	0,680292047	0	0,024647887	2014	
1,498372415	0,268144297	0,669924314	0	0,189003436	2015	
1,387181039	0,318879431	0,762386829	0,001100541	0,529661017	2016	
0,546294029	0,362544173	1	0	0,054054054	2017	
1,363042886	0,359806235	0,718396781	0,018395449	0,495238095	2018	
0,848682499	0,350785219	0,648490495	0	0,283018868	2019	
0,812647886	0,324003832	0,646676234	0,112976413	0,105263158	2020	
0,877221055	0,282261141	0,58499663	0,107430142	0,382352941	2021	
0,848621753	0,319506074	0,643615744	0,09698131	-0,14893617	2022	
0,857520589	0,626131441	5,995206316	0	0,295238095	2013	شركة الحياة للصناعات الدوائية
6,658449204	0,655917732	5,023312635	0	0,547297297	2014	
8,574996428	0,626131441	5,995206316	0	0,065502183	2015	
6,658449204	0,655917732	5,023312635	0	0,102803738	2016	
4,60776626	0,646571204	4,185339248	0,029013077	0,057291667	2017	
3,46366712	0,572514275	3,331723492	0,067262705	0,049261084	2018	
5,759411491	0,534597833	4,859893847	0,044527381	0,015544041	2019	
4,311601409	0,590477684	4,095814373	0,054329468	0,234693878	2020	
6,581734076	0,56796142	5,317284525	0,028892575	0,566115702	2021	
6,323839494	0,592714786	4,367067747	0,000945799	0,221635884	2022	
1,764094423	0,438937706	1,219591522	0	0,12	2013	شركة
2,03439551	0,415526001	1,25401974	0	0,232142857	2014	
2,247402637	0,357520355	1,16165743	0	0,255813953	2015	

1,765090422	0,386733529	1,069350588	0	-0,1875	2016	<u>الصناعات</u>
0,96074156	0,426279141	0,835823227	0	1,884615385	2017	<u>البيetro كيمائية</u>
0,80908463	0,356297034	0,644571488	0	0,08	2018	<u>الوسيطية</u>
0,615112261	0,284894991	0,460137394	0	0,432098765	2019	
0,482953182	0,257748118	0,699076073	0,938471446	0,217391304	2020	
0,389044437	0,250689808	0,653839836	1,201467341	1,722222222	2021	
0,210943095	0,225587685	0,840111475	3,199138558	0,663265306	2022	
2,714514902	0,755739364	2,807205128	0	0,225225225	2013	
6,183090009	0,749323975	5,382461558	0	0,279069767	2014	
6,040862109	0,740495291	5,213725237	0	0,5	2015	
4,604715446	0,749206393	4,199088645	0	0,018181818	2016	
0,96074156	0,426279141	0,835823227	0	0,005952381	2017	<u>شركة مصانع</u>
0,80908463	0,356297034	0,644571488	0	0,119760479	2018	<u>الزيوت</u>
5,945782663	0,655312524	4,55165837	0	0,486631016	2019	<u>النباتية</u>
0,482953182	0,257748118	0,699076073	0,938471446	0,025179856	2020	<u>الأردنية</u>
0,494459086	0,250689808	0,653839836	0,945324292	0,01754386	2021	
4,770120445	0,636907687	3,675034065	0	0,137931034	2022	
2,00786867	0,448716003	1,717179721	0	-0,46969697	2013	
2,717591268	0,481184257	2,142772742	0	1,257142857	2014	
1,389973082	0,536908335	2,880445208	0,398937793	0,073417722	2015	
1,138871462	0,582151483	2,651538818	0,465729311	0,160377358	2016	<u>شركة سنيورة</u>
1,317304448	0,408995363	1,794798636	0,358259618	0,199438202	2017	<u>لصناعات</u>
1,190860337	0,393807878	1,726898184	0,420190815	0	2018	<u>الغذائية</u>
2,936932034	0,636024023	2,78246421	0,034077825	0,49122807	2019	
3,306166589	0,645352776	4,242917191	0,104358599	0,223529412	2020	
2,659041633	0,683377143	3,324704844	0,093229655	0,105769231	2021	
0,51784346	0,439342187	1,137927971	0,799423793	0,095652174	2022	
3,278543462	0,561155421	2,400927856	0	0,7	2013	
3,320118079	0,058632171	0,253297901	0	0,132352941	2014	
3,861167639	0,625304794	3,039711429	0	2,380952381	2015	
6,525256737	0,609874035	4,589458691	0	-0,2	2016	<u>شركة</u>
2,779155989	0,649043804	3,089866059	0,024618489	0,083333333	2017	<u>الكابلات</u>
0,28227071	0,635506005	0,254989208	0,38730124	0,153846154	2018	<u>المتحدة</u>

1,174507689	0,375927157	1,396838303	0,353152942	0,151515152	2019	
1,483605813	0,378764246	1,450021005	0,236766597	0,026315789	2020	
0,616128292	0,424431668	1,263631929	0,074136951	0,128205128	2021	
13,87578463	0,144961469	0,220474032	0	-0,25	2022	
0,783868368	0,033617485	0,059968678	0	0,331797235	2013	<u>شركة</u>
0,463158691	0,313481876	0,458673731	0	0,331797235	2014	<u>المتصدرة</u>
0,385722076	0,612886541	0,84929041	0	0,331797235	2015	
2,440176601	0,993879688	17,59993669	0	0,331797235	2016	
0,056349912	0,720938664	9,771048568	0	0,331797235	2017	
0,01492365	1,158106223	0,929260807	0	0,103448276	2018	
0,322832683	0,115099984	0,486147681	0	0,353846154	2019	
7,735327969	0,115911283	1,012523071	0	0,25	2020	
15,99824612	0,110904078	1,88517482	0	0,238095238	2021	
13,87578463	0,144961469	0,220474032	0	0,069230769	2022	
1,053086865	0,894762287	1,837024479	0	0,007575758	2013	
1,157831809	0,815561914	0,969337564	0	0,526717557	2014	
1,454124237	0,402979781	0,988962448	0	0,241935484	2015	
1,481871117	0,397685279	0,987003607	0	0,255319149	2016	<u>شركة حديد</u>
1,491090055	0,363134154	0,905031218	0	0,514285714	2017	<u>الأردن</u>
0,126413049	0,349164149	0,828969606	0,366594773	-0,20754717	2018	
0,894775737	0,333656679	0,658554333	0,044716804	-0,30952381	2019	
0,618971069	0,321712656	0,831202881	0,603236361	0,206896552	2020	
0,575420002	0,298059089	0,764518172	0,670464083	0,434782609	2021	
0,457584674	0,272664995	0,637334588	8,226246834	0,212121212	2022	
1,567259865	0,692312783	1,777346822	0	1,555555556	2013	
3,045047025	0,757857748	3,065570227	0	4,02484472	2014	
5,051402782	0,743112185	4,496871145	0	0,436341162	2015	<u>شركة</u>
4,004195891	0,75157852	3,761046143	0	0,515350877	2016	<u>فيلادلفيا</u>
3,260754988	0,800127725	3,409148196	0	0,298642534	2017	<u>للأدوية</u>
0,36553944	0,803822479	3,749156406	0	0,019354839	2018	
2,687613138	0,837777955	3,089400992	0	0,012658228	2019	
3,220010674	0,838078479	3,536700127	0	0,083333333	2020	
4,128563201	0,679463033	34,8421511	0	0,041958042	2021	

3,605086303	0,59372714	2,734164721	0	0,01459854	2022
-------------	------------	-------------	---	------------	------

المصدر: من إعداد الطالبان بإستخدام القوائم المالية إعتماًداً على برنامج Excel.

الملحق رقم (03): النموذج التجميعي

Dependent Variable: MVS				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/22/23 Time: 02:18				
Sample: 2013 2022				
Periods included: 10				
Cross-sections included: 9				
Total panel (balanced) observations: 90				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.123526	0.197330	-0.625987	0.5330
PDP	0.013301	0.024556	0.541650	0.5895
CR	-0.010530	0.019199	-0.548433	0.5848
RLA	0.330187	0.360391	0.916191	0.3622
LE	-0.017269	0.078558	-0.219829	0.8265
Root MSE	0.654339	R-squared		0.014812
Mean dependent var	0.042542	Adjusted R-squared		-
S.D. dependent var	0.662933	S.E. of regression		0.673310
Akaike info criterion	2.100730	Sum squared resid		38.53440
Schwarz criterion	2.239608	Log likelihood		-
Hannan-Quinn criter.	2.156734	F-statistic		89.53285
Durbin-Watson stat	1.707201	Prob(F-statistic)		0.319481
				0.864215

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews9.

الملحق رقم (04): نموذج الاثار العشوائية

Dependent Variable: MVS				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 05/22/23 Time: 02:20				
Sample: 2013 2022				
Periods included: 10				
Cross-sections included: 9				
Total panel (balanced) observations: 90				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.123526	0.195781	-0.630939	0.5298
PDP	0.013301	0.024364	0.545935	0.5865
CR	-0.010530	0.019049	-0.552771	0.5819

RLA	0.330187	0.357563	0.923437	0.3584
LE	-0.017269	0.077942	-0.221568	0.8252
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.000000	0.0000
Idiosyncratic random			0.668026	1.0000
Weighted Statistics				
Root MSE	0.654339	R-squared		0.014812
Mean dependent var	0.042542	Adjusted R-squared		-
S.D. dependent var	0.662933	S.E. of regression		0.673310
Sum squared resid	38.53440	F-statistic		0.319481
Durbin-Watson stat	1.707201	Prob(F-statistic)		0.864215
Unweighted Statistics				
R-squared	0.014812	Mean dependent var		0.042542
Sum squared resid	38.53440	Durbin-Watson stat		1.707201

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews9.

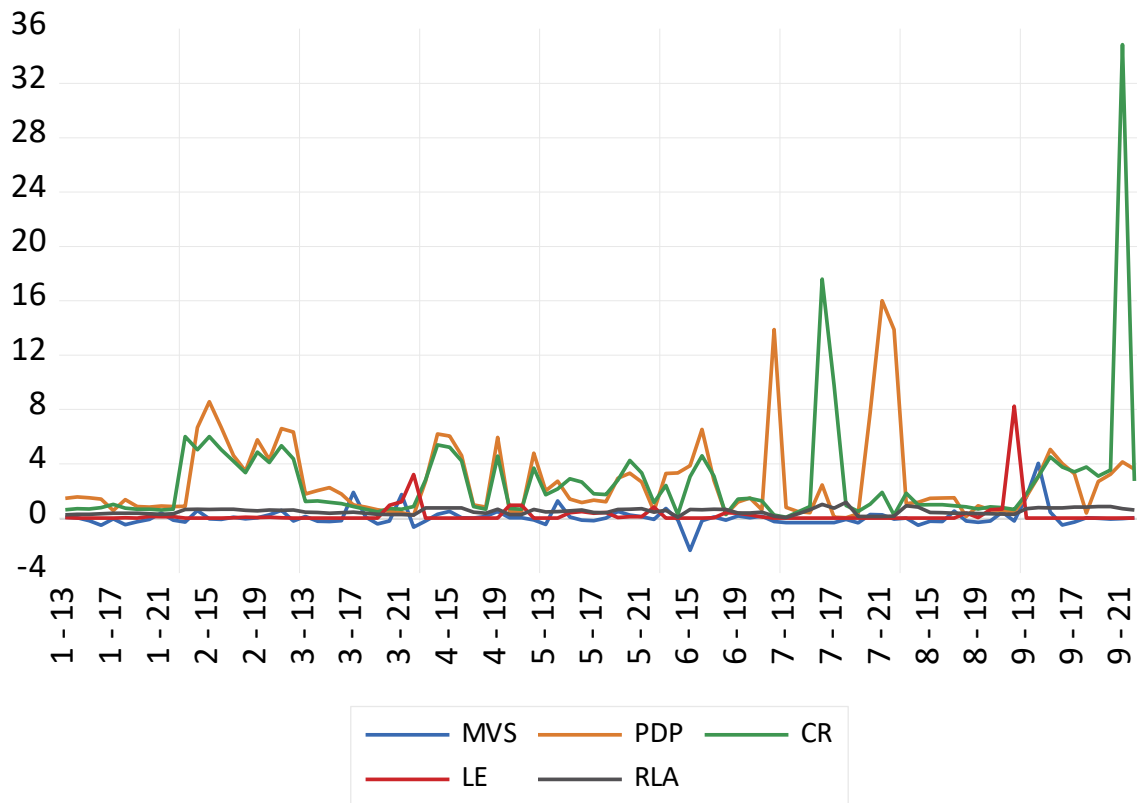
الملحق رقم (05): نموذج الآثار الثابتة

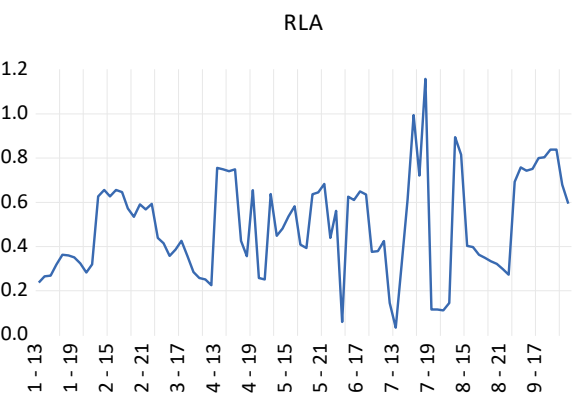
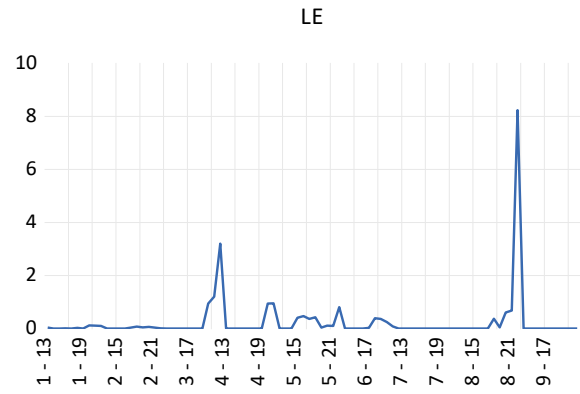
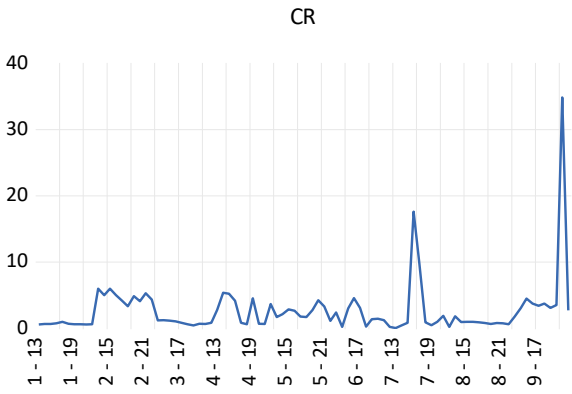
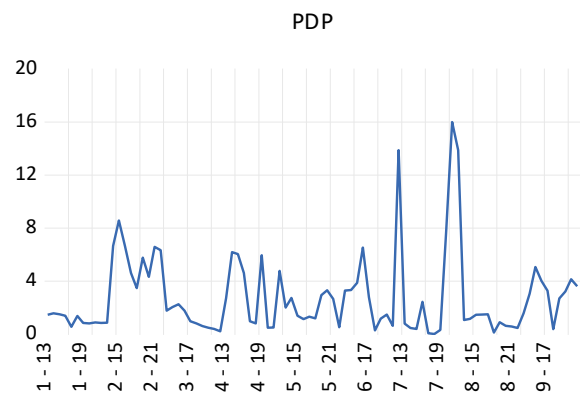
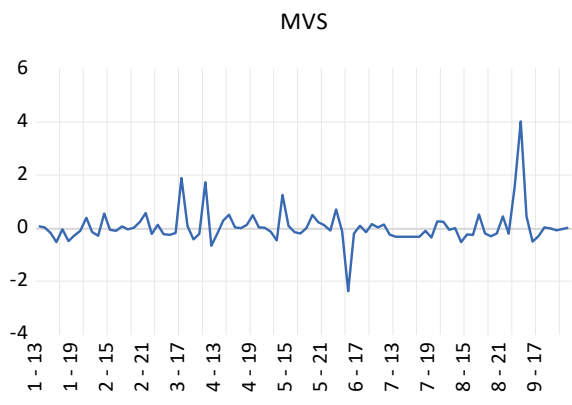
Dependent Variable: MVS				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 05/22/23 Time: 02:20				
Sample: 2013 2022				
Periods included: 10				
Cross-sections included: 9				
Total panel (balanced) observations: 90				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.123526	0.195781	-0.630939	0.5298
PDP	0.013301	0.024364	0.545935	0.5865
CR	-0.010530	0.019049	-0.552771	0.5819
RLA	0.330187	0.357563	0.923437	0.3584
LE	-0.017269	0.077942	-0.221568	0.8252
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.000000	0.0000
Idiosyncratic random			0.668026	1.0000
Weighted Statistics				
Root MSE	0.654339	R-squared		0.014812
Mean dependent var	0.042542	Adjusted R-squared		-
S.D. dependent var	0.662933	S.E. of regression		0.673310
Sum squared resid	38.53440	F-statistic		0.319481
Durbin-Watson stat	1.707201	Prob(F-statistic)		0.864215

Unweighted Statistics			
R-squared	0.014812	Mean dependent var	0.042542
Sum squared resid	38.53440	Durbin-Watson stat	1.707201

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews9.

الملحق رقم (06): منحنيات تطور متغيرات الدراسة عبر الزمن للعينة المدروسة





المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews9.