



أثر الاستثمار الرأسمالي على الاستدامة المالية لشركات القطاع الخدمي

بحث تحليلي لعينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة ٢٠٠٨-٢٠٢٠

أ.م.د. رافعة إبراهيم الحمداني

الباحث محمد محمود أحمد

كلية الادارة والاقتصاد / جامعة الموصل

DOI: <https://doi.org/10.36322/jksc.v1i71.14767>

الملخص:

هدف البحث إلى قياس أثر الاستثمار الرأسمالي على الاستدامة المالية لشركات القطاع الخدمي لعينة من الشركات العقارية التابعة للقطاع الخدمي والمسجلة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة ٢٠٠٨-٢٠٢٠ وقد تضمنت البيانات المطلوبة للدراسة على بعض المؤشرات المالية التي بواسطتها سيتم بناء النماذج القياسية واختبار فرضيات البحث متمثلة بـ(الأرباح الموزعة، الأرباح المحتجزة، الموجودات الثابتة، إجمالي الموجودات، إجمالي المطلوبات، صافي الربح بعد الضرائب والفوائد أو العائد، إجمالي حقوق الملكية، المطلوبات طويلة الأجل، صافي الدخل، إجمالي دوران الموجودات، الأرباح قبل الفوائد والضرائب). وتم استخدام صيغة دوبونت DuPont لقياس الاستدامة المالية التي تمثل المتغير التابع، أما لقياس أثر الاستثمار الرأسمالي فتم بوساطة ثلاثة متغيرات مستقلة (X_1): يمثل نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة و(X_2): يمثل نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات، و(X_3): يمثل نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات.

Abstract:

The aim of the research is to measure the impact of capital investment on the financial sustainability of service sector companies For a sample of real estate companies affiliated with the service sector and registered in



the Amman Stock Exchange for the period 2008–2020. The data required for the study included some financial indicators through which standard models will be built and research hypotheses tested represented by (distributed profits, retained earnings, fixed assets, total assets, Total Liabilities, Net Profit After Taxes or Return, Total Equity, Long-Term Liabilities, Net Income, Total Assets Turnover, EBIT). In addition to the discrepancy in achieving rates acceptable by the research sample companies, DuPont formula was used to measure financial sustainability, which represents the dependent variable, and to measure the impact of capital investment, it was mediated by three independent variables represented by the first independent variable (X1): It represents the ratio of return to fixed assets. . The second independent variable (X2): It represents the ratio of fixed assets to total assets. The third independent variable (X3): It represents the ratio of fixed assets to total liabilities.

Keywords: financial sustainability, capital investment, DuPont index.

المبحث الأول: المنهجية والدراسات السابقة:

أولاً: منهجية البحث:

المقدمة:

تسعى شركات الأعمال إلى الحفاظ على سلامتها المالية عن طريق توافر السيولة لكي تكون قادرة على مواجهة التزاماتها في أي وقت، دون التعرض إلى عرقلة الديون التي في ذمة الشركة بالشكل الذي يحقق



لها اهداف البقاء والاستمرار والحفاظ على الشركة للأجيال القادمة لمختلف أصحاب المصالح (stakeholders) بوساطة الحفاظ على أموالها واستمرارية تدفقاتها المالية وهو ما يعرف بالاستدامة المالية (Financial Sustainability) وفي المقابل تكون الشركة مطالبة بالحصول على عوائد بصيغة استثمارات طويلة الأجل، لذلك فإن على إدارة الشركة أن توازن بين أمرين، الحصول على العوائد بصورة مستمرة وعلى المدى الطويل الأجل من جهة وأن تراعي حاجتها للسيولة كي لا تقع في مشاكل التعرض المالي والإفلاس من جهة أخرى، فتأتي فكرة البحث من كيفية تحقيق هدفين مما استثمار رأسمالي طويل الأجل بعيداً عن المخاطر والبقاء ضمن حافة الأمان لشركات الأعمال وأن تكون مستدامة مالياً لمواجهة التزاماتها المالية في الظروف الحالية والمستقبلية لتحقيق هدف البقاء والنمو واستمرارية الشركة.

١. مشكلة البحث:

تبثق مشكلة البحث من عدم معرفة أثر الاستثمارات الرأسمالية التي تقوم بها شركات الأعمال في استدامتها المالية كونها طويلة الأجل وعرضة لمخاطر مالية وسياسية وغيرها فضلاً عن التحديات التي تفرضها الأزمات المالية العالمية على شركات الأعمال والأسواق المالية ومن ذلك يمكن لنا صياغة مشكلة البحث بالتساؤلات الآتية:

أ- ماذا يحدث لشركات الأعمال إن لم تقوم بتقدير مواردها المالية بصورة صحيحة ووظفت أموالها في مجالات استثمارية رأسمالية وبنسبة عالية؟

ب- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية للاستثماري الرأسمالي على الاستدامة المالية للشركات عينة البحث؟

ت- ما مدى تأثير القرار الاستثماري الرأسمالي في الاستدامة المالية لشركات عينة البحث؟

ث- هل يوجد تباين في تأثير متغيرات القرار الاستثماري على الاستدامة المالية للشركات عينة البحث؟

٢. أهمية البحث:



في الوقت الذي تتتسارع فيه المشكلات المالية وأزماتها العالمية، التي تؤثر بصورة مفاجئة على شركات الأعمال، ولأجل بقائها واستمرار أدائها الانتاجي والمالي كان لابد من الاهتمام وتسلیط الضوء على أهم أهداف الإدارة المالية، ألا وهو هدف البقاء والنمو والاستمرارية بوساطة السعي للاستدامة المالية بغرض الحفاظ عليها للأجيال القادمة من المستفيدین منها، فمع نشوء الأزمة المالية العالمية في الولايات المتحدة ٢٠٠٨ كانت الآثار السلبية على المؤسسات المالية وشركات الأعمال هي الأكثر على المستوى العالمي، من هنا تظهر الحاجة إلى معرفة أثر الاستثمار الرأسمالي على الاستدامة المالية الذي يلعب الدور الأساس في بقاء شركات الأعمال ضمن العمل في الأسواق المالية في الآمد القصير والطويل مع مراعاة التغيرات في الاستدامة المالية لشركات الأعمال. وهذا ما يجعل للبحث من أهمية خاصة إلى جانب ما عمل على اضافته وتطويره في منهجه التحليل لمكونات الاستدامة المالية وكيفية تبيان أثر الاستثمار الرأسمالي فيها. وللموازنة ما بين الاستثماري الرأسمالي الذي يتطلب مخاطرة مالية كبيرة بغية تحقيق العائد الذي يقابله من جهة والاستدامة المالية التي تتطلب الحفاظ على أموال الشركة من الهدر والخسارة المتأتية من وقوع الخطر المالي من جهة أخرى.

٣. هدف البحث:

- استكمالاً لما جاءت عليه مشكلة وأهمية البحث وأسئلته فإن البحث يهدف إلى تحقيق المتطلبات الآتية:
- أ- توجيه شركات الأعمال على تبني مفهوم الاستدامة المالية في عملياتها المختلفة.
 - ب- قياس وتحليل اتجاهات الاستثمار الرأسمالي للشركات عينة البحث.
 - ت- قياس مدى أثر القرار الاستثماري الرأسمالي في الاستدامة المالية للشركات عينة البحث.
 - ث- قياس حجم الأثر بين الاستثمار الرأسمالي والاستدامة المالية ومن ثم إلى تشخيص الوضع الراهن لأداء الشركات عينة البحث.

٤. فرضية البحث:



بالاعتماد على الأساس النظري للبحث من أهميته ومشكلته وأهدافه، وبغية تحقيق الأهداف والوصول إلى حلول للتساؤلات البحثية، فقد استند البحث على الفرضيات الآتية:

أ- (**Ho1**) : لا توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين الاستثمار الرأسمالي والاستدامة المالية لشركات الأعمال عينة البحث.

ب- (**Ho2**) : لا يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية للاستثمار الرأسمالي في الاستدامة المالية لشركات الأعمال عينة البحث.

ت- (**Ho3**) : لا يوجد تباين في الاستدامة المالية بين شركات الأعمال عينة البحث.
٥. مجتمع البحث وعينته:

يتمثل مجتمع البحث بشركات الأعمال المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية (ASE) ضمن القطاع الخدمي المختص بالنشاط العقاري، إذ تم اختيار الشركات كعينة قصدية، التي توفرت فيها الشروط الآتية:
أ- شركات لها مستوى عالي من النشاط الاستثماري الرأسمالي ومستمرة في العمل ضمن القطاع الخدمي والمختصة بالنشاط العقاري.

ب- أن تكون هذه الشركات مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية (ASE) بفترة ليست بالقصيرة لتتوفر فيها صفة توفر العمل بالنشاط العقاري على المدى الطويل مستقبلاً، الأمر الذي يجعل مفهوم الاستدامة المالية ملائماً وضرورياً للشركة.

ت- بياناتها المالية متوفرة للفترة ٢٠٠٨-٢٠٢٠.

ث- عدم تعرض تلك الشركات للايقاف عن التداول لضمان استمراريتها وقياس استدامتها المالية.
ثانياً: الدراسات السابقة:

١- دراسة أحمد عمروط، ٢٠١٣، بعنوان "أثر محاسبة الاستدامة على تقارير الإبلاغ المالي في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية والمسجلة في بورصة عمان":

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر محاسبة الاستدامة على تقارير الإبلاغ المالي في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية والمسجلة في بورصة عمان لسنة ٢٠١٣؛ إذ قام الباحث بإجراء دراسة ميدانية على الشركات المساهمة العامة الأردنية جميعها وبالبالغة ٨٤ شركة وكانت أدوات الدراسة تشمل استبيان معامل الثبات كرونباخ ألفا و متغيرات الدراسة معايير بيئية اجتماعية اقتصادية صعوبات وتحديات للاستدامة (متغيرات مستقلة)، تقارير الإبلاغ المالي (المتغير المعتمد)، معامل الثبات الكلي باستخدام المعالجة الاحصائية باستخدام البرنامج الاحصائي (Spss)، المستخدم مقاييس النزعة المركزية الاحصاء الوصفي، تحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد اختبار ألفا كرونباخ، ومن أهم الفرضيات التي ارتكز عليها البحث أن H_0 لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى معنوية $a < 0,05$ لعناصر محاسبة الاستدامة (البيئية والاقتصادية والاجتماعية) على تقارير الإبلاغ المالي في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية وحيث أشارت نتائج الدراسة بشكل عام إلى وجود أثر ذي دلالة احصائية لعناصر محاسبة الاستدامة (العناصر البيئية والاجتماعية والاقتصادية) على تقارير الإبلاغ المالي في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية وذلك بوساطة وجهة نظر المديرين الماليين والمحاسبين والمدققين والعاملين في أقسام المحاسبة وإن التباين في عناصر محاسبة الاستدامة فيه وفراً نسبته (٥٢٢٪) من التباين في المتغير التابع . وإن هناك عدم إمام الشركات لأهمية محاسبة الاستدامة. وتجنب الشركات القيام بالإبلاغ عن المسؤولية الاجتماعية والبيئية اعتقاداً منها بأن ذلك يلحق الضرر بقيمة استثماراتها.

-٢ دراسة (Brian D. Bartlett)
"The Effect of Corporate Sustainability Reporting on Firm Valuation Claremont McKenna College"

عنوان مترجم للعربية (تأثير تقارير استدامة الشركة على تقييم الشركة كلية كليرمونت ماكينا):



هدفت الدراسة إلى التركيز على الشركات بشكل أكبر على أن تصبح مستدامة مالياً ومع ذلك ، فقد نوّقش التأثير الحقيقى لتقارير الاستدامة على قيمة الشركة بشكل واسع، غالباً بسبب طبيعة البيانات النوعية في تقارير الاستدامة، و تستخدم هذه الدراسة نظام درجات الاستدامة المعياري لفحص أثار تقارير الاستدامة على قيمة الشركة، وتحلل هذه الآثار في فترة الكساد للاحظة ما إذا كان هناك أي تغيير في الآثار على أساس سنوي بسبب الاختلافات الاقتصادية الكلية وأثرها على شركات الأعمال، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن التقارير عن استدامة الشركات لا ترتبط ارتباطاً إيجابياً بزيادة قيمة الشركة فحسب، بل أن درجة التأثير تتحفظ بشكل كبير أيضاً في فترة الركود. وتشير نتائج هذه الدراسة إلى أن الاستدامة المالية يمكن أن تكون أداة تجارية مفيدة في الأوقات الاقتصادية المستقرة ولكنها ليست بالأهمية نفسها تقريباً من حيث زيادة قيمة الشركة في أوقات الركود، ولذلك فإن نتائج هذه الدراسة لها استخدامات عملية مهمة وتعمل كأساس لتحليل الآثار المالية لمبادرات استدامة الشركات، ليصبح هذا النوع من التقارير أكثر انتشاراً في المستقبل.

(**Serhiy Zabolotnyy and Mirosław Wasilewski**) , 2019, **The Concept of Financial Sustainability Measurement: A Case of Food Companies from Northern Europe** بعنوان مترجم للعربية (مفهوم قياس الاستدامة المالية: حالة شركات الأغذية من شمال أوروبا):

اظهرت الدراسة ان النهج المتحفظ للاستدامة المالية للشركة ينطلق من مبدأ تعظيم القيمة للمساهمين عند مستوى مقبول من المخاطر ، باستخدام أفضل مزيج من الاستثمارات ومصادر التمويل المتاحة. وتقدم الدراسة مفهوم قياس الاستدامة المالية في مثل شركات الأغذية من شمال أوروبا، وتم تطبيق المنهج الضبابي لتحديد العلاقات المعقدة بين العوامل المالية المختلفة، وتصنيف الشركات وفقاً لمستوى استدامتها المالية، وشكلت مجموعة فريدة من العوامل مؤشرًا واحدًا معقدًا يقيس المستوى النسبي للاستدامة المالية



لشركات الأغذية، و تم التوصل إلى أدلة عن أن مستوى الاستدامة المالية للكيانات قد تغير في ٢٠٠٥ - ٢٠١٥ وكان مختلفاً إحصائياً بين شركات العينة. ويمكن تطبيق الطريقة المقترنة في الدراسة كأداة عملية في عملية صنع القرار لتقدير الاستدامة المالية أو جوانب أخرى من أداء الأعمال في مجموعات أكبر من الكيانات أو الشركات على أساس معايير مالية مختلفة.

٤- دراسة (Haiying and Chaochao) ، 2013 ، **sustainable development in commercial banks listed on the Chinese stock exchange** مترجم للعربية بعنوان (قياس مستوى الاستدامة في البنوك التجارية المدرجة في البورصة الصينية):

ناتج عن هذه الدراسة أن البنوك التجارية الصينية لا تولي اهتماماً كافياً في تحقيق الاستدامة، وأن البنوك الكبيرة تهتم بالاستدامة أكثر من البنوك المتوسطة والصغيرة. وأوصت الدراسة أن يكون هناك اهتماماً أكبر من البنوك المتوسطة والصغيرة بالاستدامة، كما أوصت بأن يتم تضمين عوامل المخاطر البيئية والاجتماعية في إدارة مخاطر الائتمان، وزيادة منح القروض للمشاريع الموفقة للطاقة، وعمل مشاريع للحد من الانبعاثات، وتوجيه رؤوس الأموال للاستثمار في مشاريع حماية البيئة والصناعة، وتحقيق توليفة جيدة بين المصالح التجارية وفوائد حماية البيئة.

المبحث الثاني: الاستدامة المالية والاستثمار الرأسمالي:
أولاً: ماهية الاستدامة المالية:

الاستدامة المالية هي أحد المصطلحات المستخدمة في السياسات المالية ولا يوجد اتفاق بين كتاب المالية على تعريف محدد لهذا المصطلح، فالاستدامة هي صفة لشيء ما يمكن أن يستمر، أي شيء (محتمل) قادر على الاستمرار عند مستوى معين في النهاية، (Alhadhrami , 2019, 2)، و يمكن النظر إلى الاستدامة على أنها العملية التي يتم بها الاحتفاظ بشيء ما على مستوى معين، ويمكن تعريفها



بشكل عام على أنها الحالة المالية التي تكون فيها الشركة قادرة على الاستمرار بتقديم خدماتها ومنتجاتها والوفاء بالتزاماتها المستقبلية دون التعرض لخطر الإفلاس أو العسر المالي.

(2019,.224-250)

وتعرف الاستدامة المالية (**Financial Sustainability**) بأنها الحالة المالية التي تكون فيها المنظمة غير الربحية قادرة على الاستمرار في تحقيق رسالتها الخيرية على المدى الطويل؛ إذ إن المنظمات غير الربحية يتم تعريفها على أنها مؤسسات تستخدم فائض الإيرادات لتحقيق أهدافها بدلاً من توزيعها كربح أو أرباح. (<https://areq.net/> Financial Sustainability)

إن مفهوم الاستدامة وأهميتها كما ترى (بورصة عمان للأوراق المالية، ٢٠٢٠، ٨-١٠) إن الاستدامة يقصد بها الوفاء باحتياجات الحاضر دون المساس بقدرة الأجيال القادمة على الوفاء باحتياجاتهم، فيما يقصد بإدارة الاستدامة الإدارة المتكاملة للأداء الاقتصادي والاجتماعي والبيئي لعرض تحديد المخاطر والفرص التي تؤثر بشكل متزايد على نجاح الشركات عن طريق زيادة الأداء والقدرة التنافسية، ولذلك أصبحت الاستدامة أولوية استراتيجية للشركات لخفض التكاليف وتشجيع الابتكار وبناء ميزة تنافسية.

ولل والاستدامة المالية مكونات أساسية تتمثل في : (المرسال ، ٢٠٢٠)

١- الوصول إلى رأس المال: ويطلب الأمر المال لكسب المال وتحتاج الشركة إلى الكثير من المال لإدارة أعمالها في التوظيف، وعادةً تحتاج إلى رأس المال المبدئي لبدء تشغيل الشركة والتوظيف ورأس المال العامل المستمر لحفظ على العمليات اليومية ، ورأس المال الاستثماري لاستعادة الشركة ودعم النمو.

٢- الربحية: فعندما يتعلق الأمر بالربحية، يحسب التوازن فإذا كانت ربحية الشركة منخفضة للغاية فهذا يكون له تأثير سلبي على التدفق النقدي الخاص بالشركة، أما إذا كانت ربحية الشركة مرتفعة للغاية، فقد



تفتح الطريق أمام منافسين منخفضي الأسعار فيمكن أن يؤدي التقويض المستمر إلى حروب أسعار مدمرة في السوق ويسهم في عدم الاستقرار المالي العام.

٣- إعداد التقارير: إنأخذ الوقت لتقييم عمل الشركة هو أمر حاسم للنمو الصحي والمستدام، ويسمح للشركة إنشاء خطة لمراجعة أموالها بشكل منظم، بالتعديل في الوقت المناسب لعكس اتجاه سلبي أو اعتنام فرصة إيجابية فريدة، ولضمان زيادة مستويات دعم رأس المال أو النمو عن طريق عمليات الاندماج والاستحواذ، فإن البيانات المالية القوية أمر لا بد منه.

٤- التخطيط: أن المسار المحدد لتحقيق الاستدامة المالية هو وضع خطة أعمال خاصة بالشركة لإبقاءها على المسار الصحيح؛ إذ يجب أن يكون التخطيط المالي مرنًا بما يكفي للسماح بتغييرات السوق والفرص غير المتوقعة وفي الوقت نفسه يتطلب أن يكون التخطيط قوي بما يكفي لمنع الشركة من الانزلاق إلى منطقة خطيرة وغير مستدامة.

هناك مقاييس تستخدم لقياس مستوى الاستدامة المالية منها (اذكرها فقط كتعداد دون شرح) وسيتم الاعتماد على مؤشر **Dupoint** لغرض التطبيق في دراستنا لقياس المتغير المعتمد **Y** والذي تمثله الاستدامة المالية عن طريق استخدام بعض أدوات التحليل المالي وكالآتي:

فإذا كان نمو الشركة (**g**) يعتمد على استثمار النقد من عوائدها (الأرباح المحتجزة) ، وكانت نسبة الأرباح المحتجزة للنمو المستقبلي (**b**) ، ليكون العائد الذي تحصل عليه الشركة من استثماراتها (**ROI**) يتمثل بالعائد على حقوق الملكية (**ROE**) ، اي ان $ROI = ROE$ ، فسيمكن احتساب النمو (**g**) بالآتي :

$$g = b * ROE$$

حيث إن :



$$\text{ROE} = \frac{\text{NI}}{\text{TE}} = \text{PM} * \text{TAT} * \text{EM} = (\text{NI}/\text{Revenue})(\text{Revenue}/\text{Assets}) \\ (\text{Assets}/\text{Equity})$$

g: يمثل مؤشر الاستدامة المالية

NI is net income الدخل الصافي

TE is total equity إجمالي حقوق الملكية

العائد / صافي الربح = الهاشم الربحي PM is profit margin

العائد / إجمالي الموجودات = إجمالي دوران الموجودات TAT is total asset turnover

إجمالي الموجودات / حق الملكية = مضاعف حقوق الملكية EM is equity multiplier

والشركة الأكثـر كفاءـة هي الشـركة التي لـديـها أعلى قـيمـة لـ (g) مـقارـنة مع الشـركـات الأخـرى فـكـلـما كان مـقـيـاسـ (g) رـقمـاً كـبـيرـاً وـمـوجـباً كـلـما كان أـفـضـل وـيعـني أـنـ الشـرـكـة في حـالـة اـسـتـدـامـة مـالـيـة جـيـدة، وـبـالـعـكـس كـلـما كان المـقـيـاسـ (g) رـقمـاً سـالـباً يـعـني أـنـ الشـرـكـة في حـالـة غـير مـسـتـدـامـة مـالـيـة وـأـنـها تـواـجـه مـخـاطـر دـعـمـ الـاستـدـامـة وـقـرـيبـة منـ الفـشـلـ المـالـيـ. (Renata and Denis, 2020, 383-390).

ثانياً: الاستثمار الرأسمالي

هـنـاك مـفـاهـيم متـعدـدة تـطـرـقـة إـلـيـها الـاـكـادـيمـيـين في طـرـوـحـاتـهـم النـظـريـة وـالـتـطـبـيقـيـة لـلاـسـتـثـمـار الرـاسـمـالـيـ، إـلـا انـها تـدورـ في نفسـ الفـلـكـ منـ حـيـثـ المعـنى فـنـجـدـ منـ اـشـارـةـ إـلـيـهاـ بـأـنـهاـ الـاسـتـثـمـاراتـ التـيـ يـتـوقـعـ أـنـ يـوزـعـ العـائـدـ مـنـهـاـ عـلـىـ عـدـدـ مـنـ السـنـوـاتـ تـزـيدـ عـنـ عـامـ وـاحـدـ، وـمـثـالـ ذـلـكـ الـاسـتـثـمـاراتـ فـيـ الـأـصـولـ الثـابـتـةـ بـمـخـتـلـفـ أـنـوـاعـهـاـ، وـالـتـيـ تـُـعـدـ بـمـثـابـةـ الـأـصـولـ الـإـنـتـاجـيـةـ لـلـشـرـكـةـ (ـالـمـعـدـاتـ وـالـأـجـهـزةـ وـالـأـدـوـاتـ وـوـسـائـلـ النـقلـ ...ـ الخـ)ـ (ـأـلـ شـبـيبـ، ـ٢٠٠٧ـ، ـ٧٢ـ)ـ وـيـكـونـ اختـيـارـ الـأـصـولـ بـمـثـابـةـ تحـدـيدـ وـارـتـبـاطـ طـوـيلـ الـأـجـلـ لـلـشـرـكـةـ بـنـوعـ مـعـيـنـ مـنـ النـشـاطـ وـخـطـ مـعـيـنـ لـلـمـنـتـجـاتـ وـطـرـيـقـةـ مـعـيـنـةـ لـلـتـشـغـيلـ، لـذـلـكـ يـجـبـ توـخـيـ الـحـذـرـ فـيـ اختـيـارـ وـتـقـيـيمـ بـدـائـلـ الـاسـتـثـمـارـ فـيـ الـأـصـولـ الـمـخـلـفـةـ. (Escwa, 2000, 241).



وعرف (الغزالى، ٢٠٠٤، ٥١) الاستثمار الرأسمالي بأنه ربط أو تخصيص مقدار معلوم من أموال وموارد الشركة والتضخمية في الوقت الحاضر، استناداً إلى منهج رشيد مسبق للتحليل والتقييم والمقارنة بغية تحقيق أو الحصول على عوائد مناسبة يتوقع حدوثها على مدار فترات زمنية مستقبلية طويلة نسبياً.

وهناك من اشار الى الاستثمار الرأسمالي بأنه تلك الأموال المستخدمة من قبل الشركة للحصول على أصول جديدة أو ترقية أصول موجودة مثل العقارات والمباني الصناعية أو المعدات ويتم هذا النوع من الإنفاق من قبل الشركات لحفظ على رأس المالها أو زيادة نطاق عملياتها. (كداوى، ٢٠٠٨، ١٢)

وللاستثمار الرأسمالي أهمية مرتجوة للشركات والتي من بينها : (حمدان، ٢٠١٢، ١١٣)

١- الاستثمارات الرأسمالية هي من تحدد سرعة نمو الشركة واتجاهها، وإن أي خطأ في القرارات الاستثمارية يؤدي إلى كوارث تؤثر على كيان الشركة نفسها، فمثلاً قرار التوسيع في شراء الموجودات الثابتة غير المرغوب فيها يؤدي إلى إسراف في النفقات التشغيلية.

٢- إن نقص الإنفاق على الموجودات الضرورية يجعل القدرة التنافسية للمنشأة محدودة، مما يعرض الشركة لاحتمال حدوث خسائر مالية.

٣- تحتاج الاستثمارات الرأسمالية لمبالغ كبيرة؛ لذا يتربّ على الشركة التخطيط الجيد لهذه الاستثمارات الرأسمالية الضخمة.

٤- بسبب صعوبة بيع الأجهزة والمعدات التي تم شراؤها؛ لذا فإن الاستثمارات الرأسمالية لا يمكن التراجع عن اتخاذها أو عكسها.

٥- تستوجب طبيعة الاستثمارات الرأسمالية تقييم الأحداث المستقبلية والتبؤ، وهذه عملية غير دقيقة لأن محاولة التبؤ بالتدفقات النقدية المتوقعة بالمستقبل عملية معقدة؛ لكون التنبؤات مرتبطة بأحداث سياسية واجتماعية واقتصادية وتكنولوجية.

المبحث الثالث: الجانب القياسي والتحليلي:



اولاً : وصف متغيرات البحث:

١- المتغير التابع (الاستجابة):

ويعبر عن هذا المتغير بالاستدامة المالية للشركة ويرمز له بالرمز (g)، ويحسب وفق صيغة دوبونت

الآتية: **DuPont**

$$g = b * PM * TAT * EM$$

..... (1.1)

٢- المتغيرات المستقلة (المفسرة) تمثل متغيرات الاستثمار الرأسمالي للشركة، وتتضمن:

أ- المتغير المستقل الأول (X_1): يمثل نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة

ب- المتغير المستقل الثاني (X_2): يمثل نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات

ت- المتغير المستقل الثالث (X_3): يمثل نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات

وتم استخدام برمجية الاقتصاد القياسي **Eviews-12** لتقدير نماذج الانحدار المطلوبة، والبرمجية

الإحصائية **SPSS-27** لحساب الارتباطات والاختبارات الإحصائية الأخرى وفيما يأتي وصف تفصيلي

لمتغيرات البحث لشركات الأعمال في مجال النشاط العقاري عينة البحث:

أ- المتغير التابع (الاستدامة المالية) (g):

الجدول أدناه يعرض أهم المقاييس الإحصائية للاستدامة المالية لشركات الأعمال في مجال النشاط

العقاري والمدرجة ببورصة عمان للأوراق المالية (ASE) في عينة البحث لمدة (٢٠٠٨-٢٠٢٠).

الجدول (١-١) المقاييس الإحصائية للاستدامة المالية لشركات عينة البحث لمدة (٢٠٠٨-٢٠٢٠)

| شركات الأعمال | أصغر قيمة | أكبر قيمة | المتوسط | الانحراف المعياري |
|----------------------------------|-----------|-----------|----------|-------------------|
| الاتحاد لتطوير الأراضي | -464585.8 | 583897.0 | 123719.3 | 234909.8 |
| الأردن لتطوير المشاريع السياحية | -2210455. | 2451744. | 358390.8 | 1221288. |
| الجمعيات لخدمات التغذية والإسكان | -414097.3 | 374500.9 | 510.6938 | 181555.5 |



| | | | | |
|----------|-----------|----------|-----------|--------------------------------------|
| 1459142. | 1197789. | 5838303. | 368886.3 | العقارية الأردنية للتنمية |
| 170379.6 | 57084.22 | 535225.2 | -105751.5 | المحفظة العقارية الاستثمارية |
| 397627.2 | -169934.5 | 22137.84 | -1433687. | بيت المال للادخار والاستثمار للإسكان |
| 899961.2 | 261259.9 | 5838303. | -2210455. | الشركات جميعها |

المصدر : من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات البحث

- ١- مركز إيداع الأوراق المالية، ٢٠٢٠.
- ٢- بورصة عمان للأوراق المالية، ٢٠٢٠.

يلاحظ من الجدول (١-١) أن الشركة العقارية الأردنية للتنمية تعد هي الأكثر استدامة مالية مقارنةً بباقي شركات الأعمال عينة البحث؛ إذ بلغ متوسط استدامتها المالية في مدة البحث (١١٩٧٧٨٩)، وكانت أصغر قيمة للاستدامة المالية للشركة (٣٦٨٨٨٦)، بينما كانت أكبر قيمة للشركة إذ بلغت (٥٨٣٨٣٠٣). بينما قيمة الانحراف المعياري للاستدامة المالية للشركة (١٤٥٩١٤٢)، وهي قيمة كبيرة جداً تشير إلى التقلبات الكبيرة في الاستدامة المالية للشركة في مدة البحث. بينما تعد شركة بيت المال للادخار والاستثمار للإسكان من أضعف شركات الأعمال في عينة البحث من حيث الاستدامة المالية بمتوسط (-١٦٩٩٣٤) في مدة البحث، وكانت أصغر قيمة للاستدامة المالية للشركة (١٤٣٣٦٨٧)، بينما كانت أكبر قيمة للشركة إذ بلغت (٢٢١٣٨). أما قيمة الانحراف المعياري للاستدامة المالية للشركة بلغت (٣٩٧٦٢٧)، وهي قيمة كبيرة جداً تشير إلى التباين الكبير في قيم الاستدامة المالية للشركة في مدة البحث. أما بالنسبة لباقي شركات الأعمال فقد تباينت فيها قيم الاستدامة المالية ما بين الشركة العقارية الأردنية للتنمية وشركة بيت المال للادخار والاستثمار للإسكان. وبصورة عامة بلغ متوسط الاستدامة المالية للشركات جميعها ما يقارب (٢٦١٢٦٠) بانحراف معياري (٨٩٩٩٦١).

ب- متغيرات الاستثمار الرأسمالي (المتغيرات المستقلة) :



١. نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة (X_1):

الجدول أدناه يعرض أهم المقاييس الإحصائية لـ X_1 (نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة) لشركات الأعمال في مجال النشاط العقاري، المدرجة ببورصة عمان للأوراق المالية (ASE) في عينة البحث للمدة ٢٠٠٨-٢٠٢٠.

الجدول (٢-١) المقاييس الإحصائية لـ X_1 (نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة) لشركات عينة البحث للمدة (٢٠٠٨-٢٠٢٠).

| شركات الأعمال | أصغر قيمة | أكبر قيمة | المتوسط | الانحراف المعياري |
|--------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-------------------|
| الاتحاد لتطوير الأراضي | -0.092939 | 0.068477 | 0.000413 | 0.041390 |
| الأردن لتطوير المشاريع السياحية | -0.385308 | 0.571045 | -0.011829 | 0.222771 |
| الجمعات لخدمات التغذية والإسكان | -0.189466 | 0.084226 | -0.015193 | 0.065353 |
| العقارية الأردنية للتنمية | -0.112857 | 0.274355 | 0.075412 | 0.107693 |
| المحفظة العقارية الاستثمارية | -0.235810 | 0.606576 | 0.044856 | 0.190596 |
| بيت المال للادخار والاستثمار للإسكان | -0.261709 | 0.031285 | -0.043651 | 0.077962 |
| الشركات جميعها | -0.385308 | 0.606576 | 0.008335 | 0.136735 |

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات البحث.

يلاحظ من الجدول (٢-١) أن الشركة العقارية الأردنية للتنمية تمتلك أكبر نسبة من العائد إلى الموجودات الثابتة مقارنة بباقي شركات الأعمال عينة البحث بمتوسط (٠٠٠٧٥) في مدة البحث، وكانت أصغر نسبة للعائد إلى الموجودات الثابتة (٠٠١١٣)، بينما كانت أكبر نسبة إذ بلغت (٠٠٠٢٧٤). وبلغت قيمة الانحراف المعياري لنسبة العائد إلى الموجودات الثابتة للشركة (٠٠١٠٨)، وهي قيمة صغيرة تشير إلى التجانس في نسب العائد إلى الموجودات الثابتة للشركة في مدة البحث. بينما تمتلك شركة بيت المال



للإدخار والاستثمار للإسكان أصغر نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة مقارنةً بباقي شركات الأعمال عينة البحث، بمتوسط بلغت قيمته خلال مدة البحث (-٤٤٠٠)، وكانت أصغر نسبة للعائد إلى الموجودات الثابتة (-٢٦٠٠) بينما كانت أكبر نسبة هي (٣١٠٠). وبلغت قيمة الانحراف المعياري لنسبة العائد إلى الموجودات الثابتة للشركة (٧٨٠٠)، وهي قيمة صغيرة جداً تشير إلى التجانس الكبير في نسب العائد إلى الموجودات الثابتة للشركة في مدة البحث. أما بالنسبة لباقي شركات الأعمال فقد تباينت فيها قيم المؤشر ما بين الشركة العقارية الأردنية للتنمية وشركة بيت المال للإدخار والاستثمار للإسكان. وبصورة عامة بلغ متوسط نسب العائد إلى الموجودات الثابتة للشركات عينة البحث جميعها ما يقارب (٠٠٠٨) بانحراف معياري (١٣٠٠).

٢. نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات (X_2):

الجدول أدناه يعرض أهم المقاييس الإحصائية لنسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات لشركات الأعمال في مجال النشاط العقاري والمدرجة ببورصة عمان للأوراق المالية في عينة البحث لمدة (٢٠٠٨-٢٠٢٠).

الجدول (٣-١) المقاييس الإحصائية لنسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات للشركات عينة البحث لمدة (٢٠٠٨-٢٠٢٠)

| شركات الأعمال | أصغر قيمة | أكبر قيمة | المتوسط | الانحراف المعياري |
|--------------------------------------|-----------|-----------|----------|-------------------|
| الاتحاد لتطوير الأراضي | 0.716389 | 0.980045 | 0.892356 | 0.095019 |
| الأردن لتطوير المشاريع السياحية | 0.097232 | 0.696475 | 0.405174 | 0.241339 |
| الجمعيات لخدمات التغذية والإسكان | 0.776790 | 0.937212 | 0.834553 | 0.060715 |
| العقارية الأردنية للتنمية | 0.052186 | 0.796605 | 0.388044 | 0.312492 |
| المحفظة العقارية الاستثمارية | 0.419616 | 0.981802 | 0.855516 | 0.162965 |
| بيت المال للإدخار والاستثمار للإسكان | 0.425606 | 0.957386 | 0.698114 | 0.174179 |



0.281403

0.678960

0.981802

0.052186

الشركات جميعها

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات البحث.

يلاحظ من الجدول (٣-١) أن شركة الاتحاد لتطوير الأراضي تمتلك أكبر نسبة للموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات مقارنةً بباقي شركات الأعمال الأخرى بلغ في مدة البحث (٠٠.٨٩٢)، وكانت أصغر نسبة موجوداتها الثابتة إلى إجمالي موجوداتها (٠٠.٧١٦)، بينما كانت أكبر نسبة موجوداتها الثابتة إلى إجمالي موجوداتها (٠٠.٩٨٠). وبلغت قيمة الانحراف المعياري لنسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات للشركة (٠٠٠٩٥)، وهي قيمة صغيرة جدًا تشير إلى التجانس الكبير في نسب الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات للشركة في مدة البحث. بينما تمتلك الشركة العقارية الأردنية للتنمية أصغر نسبة للموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات، مقارنةً بباقي شركات الأعمال الأخرى بمتوسط بلغت قيمته في مدة البحث (٠٠.٣٨٨). وكانت أصغر نسبة لموجوداتها الثابتة إلى إجمالي موجوداتها (٠٠٠٥٢) بينما كانت أكبر نسبة (٠٠.٧٩٧). وبلغت قيمة الانحراف المعياري لنسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات للشركة (٠٠.٣١٢)، وهي قيمة صغيرة تشير إلى التجانس في نسب الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات للشركة في مدة البحث. أما بالنسبة لباقي شركات الأعمال في عينة البحث فقد تبيّنت فيها قيم المؤشر ما بين شركة الاتحاد لتطوير الأراضي والشركة العقارية الأردنية للتنمية. وبصورة عامة بلغ متوسط نسب الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات للشركات المدروسة جميعها ما يقارب (٠٠.٦٧٩) بانحراف معياري (٠٠.٢٨١).

ت- نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات (X_3):

الجدول أدناه يعرض أهم المقاييس الإحصائية لنسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات لشركات الأعمال في مجال النشاط العقاري والمدرجة ببورصة عمان للأوراق المالية في عينة البحث لمدة (٢٠٢٠-٢٠٠٨).



الجدول (٤-١) المقاييس الإحصائية لنسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات للشركات عينة البحث للمدة (٢٠٠٨-٢٠٢٠)

| شركات الأعمال | أصغر قيمة | أكبر قيمة | المتوسط | الانحراف المعياري |
|--------------------------------------|-----------|-----------|----------|-------------------|
| الاتحاد لتطوير الأراضي | 2.660461 | 5.652164 | 3.799544 | 1.041336 |
| الأردن لتطوير المشاريع السياحية | 0.199164 | 1.337574 | 0.737688 | 0.434436 |
| الجمعيات لخدمات التغذية والإسكان | 2.917353 | 36.08814 | 13.79133 | 10.20889 |
| العقارية الأردنية للتنمية | 0.894387 | 7.259253 | 4.179243 | 2.103364 |
| المحفظة العقارية الاستثمارية | 6.327067 | 90.94241 | 33.99250 | 29.89171 |
| بيت المال للادخار والاستثمار للإسكان | 0.796204 | 1.498839 | 1.021832 | 0.242652 |
| الشركات جميعها | 0.199164 | 90.94241 | 9.587024 | 17.20850 |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات البحث.

يتبيّن من الجدول (٤-١) أن شركة المحفظة العقارية الاستثمارية تمتلك أكبر نسبة لموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات مقارنةً بباقي شركات الأعمال الأخرى بمتوسط بلغت قيمته في مدة البحث (٣٣.٩٩٣)، وكانت أصغر نسبة لموجوداتها الثابتة إلى إجمالي مطلوباتها (٦.٣٢٧)، بينما كانت أكبر نسبة للشركة كونها بلغت (٩٠.٩٤٢). أما قيمة الانحراف المعياري لنسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات للشركة فبلغت (٢٩.٨٩٢)، وهي قيمة كبيرة تشير إلى التباين في نسب الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات للشركة في مدة البحث. بينما تمتلك شركة الأردن لتطوير المشاريع السياحية أصغر نسبة للموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات مقارنةً بباقي شركات الأعمال بمتوسط (٠.٧٣٨) في مدة البحث، وكانت أصغر نسبة للموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات للشركة (٠.١٩٩)، بينما كانت أكبر نسبة للشركة التي بلغت (١.٣٣٨). بينما بلغت قيمة الانحراف المعياري لنسبة للموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات للشركة (٠.٤٣٤)، وهي قيمة صغيرة تشير إلى التجانس في نسب الموجودات

الثابتة إلى إجمالي المطلوبات للشركة في مدة البحث. أما بالنسبة لباقي شركات الأعمال في عينة البحث فقد تباينت فيها قيم المؤشر ما بين شركة المحفظة العقارية الاستثمارية وشركة الأردن لتطوير المشاريع السياحية. وبصورة عامة بلغ متوسط نسب الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات للشركات جميعها ما يقارب (٩٠.٥٨٧) بانحراف معياري (١٧٠.٢٠٩).

المبحث الرابع: عرض ومناقشة نتائج اختبار الفرضيات:

أولاً: اختبار استقرارية متغيرات الدراسة:

١. اختبار استقرارية متغير الاستدامة المالية:

يعرض الجدول (٥-١) نتائج اختبار (LLC) لاستقرارية أو سكون متغير الاستدامة المالية لشركات الأعمال عينة البحث لمدة (٢٠٠٨-٢٠٢٠).

الجدول (٥-١) نتائج اختبار (LLC) لجذر الوحدة لمتغير الاستدامة المالية لشركات عينة البحث

| المتغير بعد الفرق الأول | | المتغير الأصلي (المستوى) | | المتغير |
|-------------------------|--------|--------------------------|-----------------------|---------|
| المقطع والاتجاه | المقطع | المقطع والاتجاه | المقطع | |
| - | - | -38.015*** (0.000) | -39.040*** (0.000) | G |

P-value
* * * الاختبار معنوي عند مستوى دلالة ١%

المصدر: مخرجات برمجية الاقتصاد القياسي Eviews-12

نلاحظ من نتائج الجدول (٥-١) واعتماداً على القيم الاحتمالية التي هي أقل من (١٪)، أن متغير الاستدامة المالية لشركات (g) كان مستقراً بالمستوى، أي إن هذا المتغير سيدخل كما هو في بناء نماذج الانحدار.

٢. اختبار استقرارية متغيرات الاستثمار الرأسمالي:

يعرض الجدول (٦-١) نتائج اختبار (LLC) لاستقرارية أو سكون متغيرات الاستثمار الرأسمالي لشركات الأعمال عينة البحث لمدة (٢٠٠٨-٢٠٢٠). حيث يلاحظ من النتائج واعتماداً على القيم الاحتمالية التي كانت جميعها أقل من (١٠٪) أن متغيرات الاستثمار الرأسالي جميعها : نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة (X_1)، نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات (X_3) ، كانت ساكنة بالمستوى (الأصل)، أي إنه لا حاجة لأخذ الفرق الأول لأي متغير من المتغيرات أعلاه. بينما نجد أن متغير نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات (X_2) كان غير ساكن بالمستوى ولكنه أصبح ساكناً بعدأخذ الفرق الأول لقيمه، لذلك فإن هذا المتغير سيدخل في بناء نماذج الانحدار بعد أخذ الفرق الأول له، مع العلم أن معادلة الفرق الأول ستكون كالتالي:

$$\Delta(X_{2,it}) = X_{2,it} - X_{2,it-1} \quad ; \quad i=1,2,\dots,6 \quad , \quad t=2,3,\dots,13$$

.....(1.2)

الجدول (٦-١) نتائج اختبار (LLC) لجزر الوحدة لمتغيرات الاستثمار الرأسمالي

| المتغير بعد الفرق الأول | | المتغير الأصلي (المستوى) | | المتغير |
|-------------------------|----------------------|--------------------------|---------------------------------|----------------|
| المقطع والاتجاه | المقطع | المقطع والاتجاه | المقطع | |
| - | - | -6.428*** (0.000) | -8.435*** (0.000) | X ₁ |
| -1.760** (0.039) | -3.442*** (0.000) | -1.471* (0.071) | 0.054 ^{n.s} (0.523) | X ₂ |
| - | - | -2.838*** (0.002) | -2.055** (0.020) | X ₃ |



القيم بين القوسين تمثل القيمة الاحتمالية **P-value**

*** الاختبار معنوي عند مستوى دلالة ١%

** الاختبار معنوي عند مستوى دلالة ٥%

* الاختبار معنوي عند مستوى دلالة ١٠%

n.s الاختبار غير معنوي

المصدر: مخرجات برمجية الاقتصاد القياسي Eviews-12

اعتماداً على نتائج سكون المتغيرات فإن نماذج الانحدار البسيطة لتأثير كل متغير من متغيرات الاستثمار الرأسمالي في الاستدامة المالية للشركة ستكون على النحو الآتي:
نموذج أثر نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة في الاستدامة المالية:

$$g_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1,it} + U_{it} \quad \dots \dots \dots \quad (1.3)$$

نموذج أثر نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات في الاستدامة المالية:

$$g_{it} = \beta_0 + \beta_2 \Delta(X_{2,it}) + U_{it} \quad \dots \dots \dots \quad (1.4)$$

نموذج أثر نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات في الاستدامة المالية:

$$g_{it} = \beta_0 + \beta_3 X_{3,it} + U_{it} \quad \dots \dots \dots \quad (1.5)$$

٣. عرض ومناقشة نتائج اختبار الفرضية الأولى:

تنص فرضية البحث الرئيسية الأولى على أنه " لا توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين الاستثمار الرأسمالي والاستدامة المالية لشركات الأعمال عينة البحث" إذ هدفت هذه الفرضية إلى بيان أن كلاً من متغيرات الاستثمار الرأسمالي لشركات الأعمال في عينة البحث لا يرتبط بعلاقة مع الاستدامة المالية للشركة



والمحسوبة وفق مقياس دوبونت **DuPont**, بمعنى أن التغير في متغيرات الاستثمار الرأسمالي لشركات الأعمال لا يؤدي إلى تغير في الاستدامة المالية لهذه الشركات. ولاختبار هذه الفرضية سيتم حساب معامل الارتباط المتعدد بين متغيرات الاستثمار الرأسمالي مجتمعةً والاستدامة المالية للشركة هذا من جهة، ومن جهة أخرى سيتم حساب معامل الارتباط البسيط (بيرسون) بين كل متغير من متغيرات الاستثمار الرأسمالي مع الاستدامة المالية للشركة. والجدول (٧-١) يبين قيمة معامل الارتباط المتعدد مع القيمة الاحتمالية المناظرة له.

الجدول (٧-١) معامل الارتباط المتعدد بين متغيرات الاستثمار الرأسمالي والاستدامة المالية لشركات الأعمال عينة البحث

| P-value | معامل الارتباط المتعدد |
|---------|------------------------|
| .٠٠٠٠ | .٠٨٦٩** |

* الاختبار معنوي عند مستوى دلالة ١%

المصدر: مخرجات البرمجية الإحصائية SPSS-27

يتبيّن من الجدول (٧-١) أن قيمة معامل الارتباط المتعدد بين متغيرات الاستثمار الرأسمالي (نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة، نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات، نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات، نسبة الموجودات الثابتة إلى حق الملكية، نسبة الموجودات الثابتة إلى المطلوبات طويلة الأجل، نسبة الموجودات الثابتة إلى هيكل رأس المال) والاستدامة المالية لشركات المحسوبة وفق مقياس دوبونت **DuPont** بلغت (٠.٨٦٩) ولأن القيمة الاحتمالية المقابلة للمعامل بلغت (٠٠٠٠) وهي أقل من مستوى المعنوية (١٪) فهذا يشير إلى وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (١٪) من متغيرات الاستثمار الرأسمالي والاستدامة المالية، بمعنى أن ارتفاع أو انخفاض قيم متغيرات



الاستثمار الرأسمالي مجتمعةً لدى شركات الأعمال سوف يؤدي إلى تغيير جوهري في الاستدامة المالية لهذه الشركات.

ولاستكمال اختبار الفرضية الأولى سيتم معرفة طبيعة العلاقة بين كل متغير من متغيرات الاستثمار الرأسمالي مع الاستدامة المالية للشركة، والجدول (٨-١) يبين معاملات الارتباط البسيطة والقيم الاحتمالية المناظرة لها.

الجدول (٨-١) معاملات الارتباط البسيطة بين متغيرات الاستثمار الرأسمالي والاستدامة المالية لشركات الأعمال عينة البحث

| P-value | معامل ارتباط بيرسون | المتغيران |
|---------|-----------------------|--|
| 0.000 | 0.889** | نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة والاستدامة المالية |
| 0.113 | -0.181 ^{n.s} | نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات والاستدامة المالية |
| 0.010 | -0.282* | نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات والاستدامة المالية |

** الاختبار معنوي عند مستوى دلالة ١%

* الاختبار معنوي عند مستوى دلالة ٥%

n.s الاختبار غير معنوي

المصدر: مخرجات البرمجية الإحصائية SPSS-27



أظهرت نتائج الجدول (٨-١) الآتي:

- وجود علاقة طردية قوية ذات دلالة إحصائية بين نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة والاستدامة المالية للشركة وعند مستوى معنوية (١٪)، إذ بلغت قيمة معامل الارتباط (٠.٨٩٠) والقيمة الاحتمالية لها (٠٠٠٠٠) وهي أقل من مستوى المعنوية (١٪)، فكلما زادت نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة فإن ذلك يؤدي إلى زيادة الاستدامة المالية لهذه الشركات والعكس صحيح.
- عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات والاستدامة المالية للشركة، بلغت قيمة معامل الارتباط (-٠.١٨١) والقيمة الاحتمالية لها (٠.١٣٠) وهي أكبر من مستوى المعنوية (٥٪)، فالتغير في نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات ليس له علاقة بالتغيير في الاستدامة المالية للشركات كافة.
- وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات والاستدامة المالية للشركة وعند مستوى معنوية (٥٪)، إذ بلغت قيمة معامل الارتباط (-٠.٢٨٢) والقيمة الاحتمالية لها (٠.٠١٠) وهي أقل من مستوى المعنوية (٥٪)، فكلما زادت نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات فإن ذلك يؤدي إلى نقصان الاستدامة المالية للشركات كافة، والعكس صحيح.

٤. عرض ومناقشة نتائج اختبار الفرضية الثانية:

تنص فرضية البحث الرئيسية الثانية على أنه " لا يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية للاستثمار الرأسمالي في الاستدامة المالية لشركات الأعمال عينة البحث "، حيث هدفت هذه الفرضية إلى بيان أن لكل متغير من متغيرات الاستثمار الرأسمالي أثراً معنوياً في الاستدامة المالية لشركات الأعمال عينة البحث. ولاختبار هذه الفرضية سيتم إيجاد معادلة الانحدار الخطي المتعدد التي تبين أثر متغيرات الاستثمار الرأسالي الثلاثة (نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة، نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات، نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات) مجتمعةً في الاستدامة المالية للشركة المقاسة وفق مقياس

دوبونت DuPont هذا من جهة، ومن جهة أخرى سيتم إيجاد معادلة الانحدار الخطي البسيط التي تبين أثر كل متغير من متغيرات الاستثمار الرأسمالي على حد في الاستدامة المالية الشركة. عند تقدير نموذج الانحدار بنوعيه (الانحدار التجمعي وانحدار التأثيرات الثابتة) لبيان أثر متغيرات الاستثمار الرأسمالي في الاستدامة المالية للشركات عينة البحث، ومن ثم إجراء اختبار فيشر (F) المقيد للمفاضلة بين نموذجي الانحدار التجمعي وانحدار التأثيرات الثابتة، تم الحصول على النتائج في الجدول الآتي:

الجدول (٩-١) المفاضلة بين النوعين من نماذج الانحدار لأثر متغيرات الاستثمار الرأسمالي في الاستدامة المالية للشركات عينة البحث

| النوع | P-Value | الاختبار | النموذجين |
|--|---------|----------|--|
| انحدار التأثيرات الثابتة (FEM) هو الأفضل | 0.000 | 10.382** | انحدار التجمعي (PRM) انحدار التأثيرات الثابتة (FEM) |
| * الاختبار معنوي عند مستوى دلالة ١% | | | |

Eviews-12 المصدر: مخرجات برمجية الاقتصاد القياسي

يتبيّن من الجدول (٩-١) أن قيمة اختبار فيشر (F) المقيد للمفاضلة بين نموذجي الانحدار التجمعي (PRM) وانحدار التأثيرات الثابتة (FEM) بلغت (١٠.٣٨٢) وهذه النتيجة معنوية عند مستوى دلالة (%) اعتماداً على القيمة الاحتمالية للاختبار البالغة (٠.٠٠٠٠) التي هي أقل من (١%)، لتشير هذه النتيجة إلى أن نموذج انحدار التأثيرات الثابتة هو المفضل على نموذج الانحدار التجمعي لبيان أثر متغيرات الاستثمار الرأسمالي مجتمعةً في الاستدامة المالية للشركات كافة، الجدول (١٠-١) يعرض نتائج تقدير هذا الأنماذج.



الجدول (١٠-١) نتائج تقييم أنحدار التأثيرات الثابتة للاستدامة المالية على الاستثمار الرأسمالي

| P-Value | t - test | الخطأ القياسي | المعامل | المتغير |
|---------------------------------------|-------------------------|---------------|-----------|--------------------|
| 0.213 | 1.257726 ^{n.s} | 232726.7 | 292706.4 | C |
| 0.000 | 5.096666** | 495027.6 | 2522990. | X ₁ |
| 0.000 | 3.721719** | 190783.5 | 710042.6 | Δ(X ₂) |
| 0.006 | -2.816110** | 2143.337 | -6035.874 | X ₃ |
| | | | 0.570 | R ² |
| | | | 14.349** | F-test |
| | | | 0.000 | Prob.(F-test) |
| * * الاختبار معنوي عند مستوى دلالة ١٪ | | | | |
| * الاختبار معنوي عند مستوى دلالة ٥٪ | | | | |

Eviews-12 المصدر: مخرجات برمجية الاقتصاد القياسي

من نتائج الجدول (١٠-١) يتبيّن الآتي:

• بثبات أثر باقي متغيرات الاستثمار الرأسمالي فإن نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة (X₁) أثر معنوي موجب في الاستدامة المالية للشركة وعند مستوى دلالة (٪ ١) بحسب القيمة الاحتمالية لاختبار (t) المقابلة لمعامل انحدار هذا المتغير البالغة (٠٠٠٠٠) التي هي أقل من (٪ ١)، واعتماداً على قيمة معامل الانحدار لهذا المتغير والبالغة (٢٥٢٢٩٩٠) فإن ذلك يعني أن زيادة نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة بـ (٪ ١) يؤدي إلى زيادة الاستدامة المالية بمقدار (٢٥٢٢٩٩٠) نقطة.

• بثبات أثر باقي متغيرات الاستثمار الرأسمالي فإن نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات (بفرجه الأول) (Δ(X₂)) أثر معنوي موجب في الاستدامة المالية للشركة وعند مستوى دلالة (٪ ١) بحسب القيمة الاحتمالية لاختبار (t) المقابلة لمعامل انحدار هذا المتغير البالغة (٠٠٠٠٠) التي هي أقل من (٪ ١)، واعتماداً على قيمة معامل الانحدار لهذا المتغير والبالغة (٧١٠٠٤٢.٦) فإن ذلك يعني أن



زيادة نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات بـ(١%) يؤدي إلى زيادة الاستدامة المالية بمقدار (٤٢٠٠٧) نقطة.

• ثبات أثر باقي متغيرات الاستثمار الرأسمالي فإن لنسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات (X_3) أثر معنوي سالب في الاستدامة المالية للشركة وعند مستوى دلالة (١%) بحسب القيمة الاحتمالية لاختبار (t) المقابلة لمعامل انحدار هذا المتغير البالغة (٠٠٠٦) التي هي أقل من (١%)، واعتماداً على قيمة معامل الانحدار لهذا المتغير والبالغة (٦٠٣٥.٨٧) فإن ذلك يعني أن زيادة نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات بـ(١%) يؤدي إلى تناقص الاستدامة المالية بمقدار (٦٠٣٥.٨٧) نقطة.

• تشير قيمة الثابت (المقطع) البالغة (٢٩٢٧٠٦.٤) إلى أنه عندما تكون قيم متغيرات الاستثمار الرأسمالي جميعها مساوية للصفر؛ فإن متوسط الاستدامة المالية للشركة ستكون (٢٩٢٧٠٦.٤). وتعد هذه القيمة غير معنوية بحسب القيمة الاحتمالية لاختبار (t) المقابلة لمعامل انحدار هذا الثابت البالغة (٠٠٢١٣) التي هي أكبر من (٥%).

• بلغت قيمة معامل التحديد للأنموذج أعلىه (٠٠٥٧٠) التي تبين أن القدرة التفسيرية للأنموذج بلغت (٥٧٪)، بمعنى آخر أن ما نسبته (٥٧٪) من التغيرات التي تحصل في الاستدامة المالية للشركة تعزى إلى متغيرات الاستثمار الرأسمالي، في حين أن ما نسبته (٤٣٪) من التغيرات في الاستدامة المالية للشركة سببها متغيرات ومحددات أخرى غير مضمنة بالأنموذج وكذلك العوامل والمتغيرات العشوائية التي لا يمكن قياسها.

• بصورة عامة كان الأنموذج أعلىه معنويًا عند مستوى دلالة (١%) استناداً إلى القيمة الاحتمالية لاختبار (F) البالغة (١٤٠٣٤٩) التي هي أقل من مستوى الدلالة (١%)، وتشير هذه القيمة إلى أن متغيرات الاستثمار الرأسمالي مجتمعة ذات أثر معنوي في الاستدامة المالية للشركة.



ولاستكمال اختبار الفرضية سيتم معرفة أثر كل متغير من متغيرات الاستثمار الرأسمالي على حدٍ في الاستدامة المالية للشركة، وعلى النحو الآتي:
أ- نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة (X_1):

الجدول (١١-١) المفاضلة بين نوعين من نماذج الانحدار لأثر نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة في الاستدامة المالية للشركة

| النمونجين | الاختبار | P-Value | النتيجة |
|--|----------|---------|---|
| الانحدار التجمعي (PRM) انحدار التأثيرات الثابتة (FEM) | 3.014* | 0.016 | أنموذج انحدار التأثيرات الثابتة (FEM) هو الأفضل |

* الاختبار معنوي عند مستوى دلالة ٥٪

المصدر: مخرجات برمجية الاقتصاد القياسي Eviews-12

يتبيّن من الجدول (١١-١) أن قيمة اختبار فيشر (F) المقيد للمفاضلة بين أنموذجي الانحدار التجمعي (PRM) وانحدار التأثيرات الثابتة (FEM) بلغت (٣٠١٤) وهذه النتيجة معنوية اعتماداً على القيمة الاحتمالية للاختبار البالغة (٠٠١٦) التي هي أقل من (٥٪); إذ تشير هذه النتيجة إلى أن أنموذج انحدار التأثيرات الثابتة هو المفضل على أنموذج الانحدار التجمعي لبيان أثر نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة في الاستدامة المالية للشركات عينة البحث. والجدول (١٢-١) يعرض نتائج تقدير أنموذج انحدار التأثيرات العشوائية لبيان أثر نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة في الاستدامة المالية للشركات كافة.

الجدول (١٢-١) نتائج تقدير أنموذج انحدار التأثيرات العشوائية لأثر نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة في الاستدامة المالية للشركات عينة البحث

| المتغير | المعامل | الخطأ القياسي | t - test | P-Value |
|---------|----------|---------------|-----------|---------|
| C | 54629.05 | 7711.61 | 7.08400** | 0.000 |

| | | | | |
|--------------|------------------|-----------------|------------------|----------------------|
| 0.000 | 19.2075** | 125159.0 | 2403994.0 | X₁ |
| | | | 0.796 | R² |
| | | | 296.697** | F-test |
| | | | 0.000 | Prob.(F-test) |

المصدر: مخرجات برمجية الاقتصاد القياسي Eviews-12

يبين من نتائج الجدول (١٢-١) أن نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة أثر معنوي موجب في الاستدامة المالية للشركة وعند مستوى دلالة (١٪) بحسب القيمة الاحتمالية لاختبار (t) المقابلة لمعامل انحدار هذا المتغير البالغة (٠٠٠٠٠) التي هي أقل من (١٪)، واعتماداً على قيمة معامل الانحدار لهذا المتغير والبالغة (٤٠٣٩٩٤) فإن ذلك يعني أن زيادة نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة ب (١٪) يؤدي إلى زيادة الاستدامة المالية بمقدار (٤٠٣٩٩٤) نقطة. وبلغت قيمة معامل التحديد للأنموذج أعلاه (٠٠٧٩٦) التي تبين أن القدرة التفسيرية للأنموذج بلغت (٨٠٪)، أي أن ما نسبته (٨٠٪) من التغيرات التي تحصل في الاستدامة المالية للشركة سببها نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة.

وعلى ضوء نتائج الجدول (١٢-١) فإن نموذج الانحدار الخطي البسيط المقدر الذي يبين أثر نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة في الاستدامة المالية للشركة سيتخذ الشكل الآتي:

$$\hat{g}_{it} = 54629.05 + 2403994.0X_{1,it}$$

.....(1.6)

بـ- نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات (X_2):

الجدول (١٣-١) المفاضلة بين نوعين من نماذج الانحدار لأثر نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات في الاستدامة المالية للشركة



| النمونجين | الاختبار | P-Value | النتيجة |
|--|----------|---------|---|
| الانحدار التجمعي (PRM) انحدار التأثيرات الثابتة (FEM) | 13.597** | 0.000 | أنموذج انحدار التأثيرات الثابتة (FEM) هو الأفضل |

** الاختبار معنوي عند مستوى دلالة 1%

المصدر: مخرجات برمجية الاقتصاد القياسي Eviews-12

يتبيّن من الجدول (١٣-١) أن قيمة اختبار فيشر (F) المقيد للمفاضلة بين أنموذجي الانحدار التجمعي (PRM) وانحدار التأثيرات الثابتة (FEM) بلغت (١٣.٥٩٧) وهذه النتيجة معنوية اعتماداً على القيمة الاحتمالية للاختبار البالغة (٠٠٠٠٠) التي هي أقل من (١٪)، وتشير هذه النتيجة إلى أن أنموذج انحدار التأثيرات الثابتة هو المفضل على أنموذج الانحدار التجمعي لبيان أثر نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات في الاستدامة المالية للشركات كافة. والجدول (١٤-١) يعرض نتائج تقدير أنموذج انحدار التأثيرات الثابتة لبيان أثر نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات في الاستدامة المالية للشركات عينة البحث.

الجدول (١٤-١) نتائج تقدير أنموذج انحدار التأثيرات الثابتة لأثر نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات في الاستدامة المالية للشركات عينة البحث

| P-Value | t - test | الخطأ القياسي | المعامل | المتغير |
|--|------------|---------------|----------|---------------|
| 0.023 | 2.33873* | 74043.92 | 173168.4 | C |
| 0.525 | 0.63914n.s | 4809747.0 | 307392.4 | $\Delta(X_2)$ |
| | | | 0.139 | R^2 |
| | | | 0.799 | F-test |
| | | | 0.653 | Prob.(F-test) |
| * الاختبار معنوي عند مستوى دلالة 5% not significant n.s | | | | |



المصدر: مخرجات برمجية الاقتصاد القياسي 12-Eviews

يتبيّن من الجدول (١٤-١) أنَّه لا يوجد أثر معنوي لنسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات (بفرجه الأول) في الاستدامة المالية للشركة بحسب القيمة الاحتمالية لاختبار (t) المقابلة لمعامل انحدار هذا المتغير البالغة (٠٠.٥٢٥) التي هي أكبر من (٥%).

ت- نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات (X_3):

الجدول (١٥-١) المفاضلة بين نوعين من نماذج الانحدار لأثر نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي

المطلوبات في الاستدامة المالية للشركة

| النمونجين | الاختبار | P-Value | النتيجة |
|----------------------|---------------------------------|---------|---------------------------------|
| انحدار التجمعي (PRM) | اثنادار التأثيرات الثابتة (FEM) | 2.585* | أنموذج انحدار التأثيرات الثابتة |
| | | | (FEM) هو الأفضل |

* الاختبار معنوي عند مستوى دلالة ٥%

المصدر: مخرجات برمجية الاقتصاد القياسي 12-Eviews

يتبيّن من الجدول (١٥-١) أنَّ قيمة اختبار فيشر (F) المقيد للمفاضلة بين نموذجي الانحدار التجمعي (PRM) وانحدار التأثيرات الثابتة (FEM) بلغت (٢.٥٨٥) وهذه النتيجة معنوية اعتماداً على القيمة الاحتمالية لاختبار البالغة (٠٠٠٣٣) التي هي أقل من (٥%)، وتشير هذه النتيجة إلى أنَّ أنموذج انحدار التأثيرات الثابتة هو المفضل على أنموذج الانحدار التجمعي لبيان أثر نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات في الاستدامة المالية للشركات عينة البحث. والجدول (١٦-١) يعرض نتائج تقدير أنموذج انحدار التأثيرات الثابتة لبيان أثر نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات في الاستدامة المالية للشركات كافة.

الجدول (١٦-١) نتائج تقدير أنموذج انحدار التأثيرات الثابتة لأثر نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي

المطلوبات في الاستدامة المالية للشركات عينة البحث



| P-Value | t - test | الخطأ القياسي | المعامل | المتغير |
|---------------------------------------|-----------|---------------|-----------|----------------|
| 0.001 | 3.61033** | 51144.36 | 184647.8 | C |
| 0.013 | -2.55269* | 1308.859 | -3341.117 | X ₃ |
| | | | ٠٠٨٣ | R ² |
| | | | ٦.٨٦٧* | F-test |
| | | | 0.011 | Prob.(F-test) |
| * * الاختبار معنوي عند مستوى دلالة ١% | | | | |

المصدر: مخرجات برمجية الاقتصاد القياسي Eviews-12

يتبيّن من نتائج الجدول (١٦-١) أنّ نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات أثر معنوي سالب في الاستدامة المالية للشركة وعند مستوى دلالة (٥٪) بحسب القيمة الاحتمالية لاختبار (t) المقابلة لمعامل انحدار هذا المتغير البالغة (٠٠١٣) التي هي أقل من (٥٪)، واعتماداً على قيمة معامل الانحدار لهذا المتغير البالغة (-٣٣٤١.١١٧) فإن ذلك يعني أن زيادة نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات ب (١٪) يؤدي إلى نقصان الاستدامة المالية بمقدار (٣٣٤١.١١٧) نقطة. بلغت قيمة معامل التحديد لأنموذج أعلىه (٠٠٨٣) التي تبيّن أن القدرة التفسيرية لأنموذج وبلغت (٨٪)، أي إن ما نسبته (٨٪) فقط من التغييرات التي تحصل في الاستدامة المالية للشركة سببها نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات. وعلى ضوء نتائج الجدول (١٦-١) فإن أنموذج الانحدار الخطى البسيط المقدر الذي يبيّن أثر نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات في الاستدامة المالية للشركة سيتخذ الشكل الآتى:

$$\hat{g}_{it} = 184647.8 - 3341.117X_{3,it}$$

.....(1.7)

اعتماداً على النتائج أعلاه، يمكن القول بأن الفرضية الرئيسية الثانية لم تتحقق بنسبة كبيرة تجاوزت (٩١%).

٥. عرض ومناقشة نتائج اختبار الفرضية الثالثة:

تتص فرضية البحث الرئيسية الثالثة على أنه " لا يوجد تباين في الاستدامة المالية بين شركات الأعمال عينة البحث " وهدفت هذه الفرضية لاختبار أن شركات الأعمال في عينة البحث غير متباعدة بمعنى أنها متجانسة من جهة الاستدامة المالية التي تمتلكها. إذا تم قبول هذه الفرضية فإنه لا توجد اختلافات بين الشركات من ناحية الاستدامة المالية، وإذا ما تم رفض هذه الفرضية فإنه يمكن ترتيب الشركات عينة البحث وفقاً للاستدامة المالية. ولاختبار هذه الفرضية تم استخدام اختبار كروسكال-والس Kruskal-Wallis لتبرز لنا النتائج كما في الجدول (١٧-١).

الجدول (١٧-١) نتائج اختبار كروسكال-والس Kruskal-Wallis لمقارنة متوسطات الاستدامة المالية للشركات عينة البحث (N=6)

| P-value | درجة الحرية | قيمة الاختبار |
|-------------------------------------|-------------|---------------|
| | 5 | 32.152** |
| * الاختبار معنوي عند مستوى دلالة ١% | | |

المصدر: مخرجات البرمجية الإحصائية SPSS-27

يتبيّن من الجدول (١٧-١) أن نتائج الاختبار معنوية عند مستوى معنوية (١٪) اعتماداً على القيمة الاحتمالية للاختبار البالغة (٠٠٠٠) التي هي أقل من (١٪)، وهذا يعني أن متوسطات الاستدامة المالية للشركات عينة البحث متباعدة، وبالتالي يمكن اختبار الفروق بين كل شركتين لمعرفة أي من الشركات تختلف عن الأخرى وفقاً للاستدامة المالية وكما في الجدول الآتي:



الجدول (١٨-١) نتائج اختبار كروسكال-والس Kruskal-Wallis لمقارنة الاستدامة المالية بين كل شركتين من الشركات عينة البحث

| P-value | قيمة الاختبار | الشركة (٢) | الشركة (١) |
|--------------------------------------|------------------------|--------------------------------------|----------------------------------|
| 0.723 | -3.154 ^{n.s} | الأردن لتطوير المشاريع السياحية | الاتحاد لتطوير الأراضي |
| 0.111 | -14.154 ^{n.s} | الجمعيات لخدمات التغذية والإسكان | |
| 0.009 | 23.154** | العقارية الأردنية للتنمية | |
| 0.303 | -9.154 ^{n.s} | المحفظة العقارية الاستثمارية | |
| 0.008 | -23.692** | بيت المال للادخار والاستثمار للإسكان | |
| 0.216 | -11.000 ^{n.s} | الجمعيات لخدمات التغذية والإسكان | الأردن لتطوير المشاريع السياحية |
| 0.003 | -26.308** | العقارية الأردنية للتنمية | |
| 0.500 | -6.000 ^{n.s} | المحفظة العقارية الاستثمارية | |
| 0.021 | -20.538* | بيت المال للادخار والاستثمار للإسكان | |
| 0.000 | -37.308** | العقارية الأردنية للتنمية | الجمعيات لخدمات التغذية والإسكان |
| 0.574 | -5.000 ^{n.s} | المحفظة العقارية الاستثمارية | |
| 0.283 | -9.538 ^{n.s} | بيت المال للادخار والاستثمار للإسكان | |
| 0.000 | -32.308** | المحفظة العقارية الاستثمارية | العقارية الأردنية للتنمية |
| 0.000 | -46.846** | بيت المال للادخار والاستثمار للإسكان | |
| 0.102 | -14.538 ^{n.s} | بيت المال للادخار والاستثمار للإسكان | المحفظة العقارية الاستثمارية |
| * الاختبار معنوي عند مستوى دلالة ٠.١ | | | |
| ** الاختبار معنوي عند مستوى دلالة ٥٪ | | | |
| n.s الاختبار غير معنوي | | | |

المصدر : مخرجات البرمجية الإحصائية SPSS-27



يتبع من الجدول (١٨-١) الآتي:

- شركة الاتحاد لتطوير الأراضي: هناك فرق معنوي في الاستدامة المالية عند مستوى دلالة (%) بين هذه الشركة وكل من الشركة العقارية الأردنية للتنمية وشركة بيت المال للادخار والاستثمار للإسكان. في حين ثبت أن هناك تجانس في الاستدامة المالية بين هذه الشركة وكل من شركة الأردن لتطوير المشاريع السياحية، وشركة التجمعات لخدمات التغذية والإسكان، وشركة المحفظة العقارية الاستثمارية.
- شركة الأردن لتطوير المشاريع السياحية: هناك فرق معنوي في الاستدامة المالية عند مستوى دلالة (%) بين هذه الشركة وكل من الشركة العقارية الأردنية للتنمية وشركة بيت المال للادخار والاستثمار للإسكان. في حين ثبت أن هناك تجانس في الاستدامة المالية ما بين هذه الشركة وكل من شركة التجمعات لخدمات التغذية والإسكان وشركة المحفظة العقارية الاستثمارية.
- شركة التجمعات لخدمات التغذية والإسكان: هناك فرق معنوي في الاستدامة المالية عند مستوى دلالة (%) بين هذه الشركة والشركة العقارية الأردنية للتنمية. في حين ثبت أن هناك تجانس في الاستدامة المالية بين هذه الشركة وكل من شركة المحفظة العقارية الاستثمارية، وشركة بيت المال للادخار والاستثمار للإسكان.
- الشركة العقارية الأردنية للتنمية: هناك فرق معنوي في الاستدامة المالية عند مستوى دلالة (%) بين هذه الشركة وكل من شركة المحفظة العقارية الاستثمارية وشركة بيت المال للادخار والاستثمار للإسكان.
- المحفظة العقارية الاستثمارية: هناك تجانس في الاستدامة المالية بين هذه الشركة وشركة بيت المال للادخار والاستثمار للإسكان.

على ضوء النتائج أعلاه، يمكن تصنيف الشركات عينة البحث إلى ثلاثة فئات كل منها تضم شركات متتجانسة وفقاً للاستدامة المالية، وهي:



- فئة الشركات مرتفعة الاستدامة المالية: وتضم شركة واحدة فقط وهي الشركة العقارية الأردنية للتنمية بمتوسط استدامة مالية وفق مقياس دوبونت DuPont يقارب (١١٩٧٧٨٩) نقطة.
- فئة الشركات معتدلة الاستدامة المالية: وتضم ثلاث شركات هي: الأردن لتطوير المشاريع السياحية، الاتحاد لتطوير الأرضي، والمحفظة العقارية الاستثمارية بمتوسطات استدامة مالية وفق مقياس دوبونت DuPont مساوية لـ (٣٥٨٣٩٠.٨) نقطة، (١٢٣٧١٩.٣) نقطة، و(٥٧٠٨٤.٢) نقطة على التوالي.
- فئة الشركات منخفضة الاستدامة المالية: وتضم شركتين هما: التجمعات لخدمات التغذية والإسكان، وشركة بيت المال للادخار والاستثمار للإسكان بمتوسطات استدامة مالية وفق مقياس دوبونت DuPont مساوية لـ (٥١٠.٧) نقطة، و(١٦٩٩٣٤.٥) نقطة على التوالي.
ما تقدم، فإن الفرضية الرئيسية الثالثة للدراسة لم تتحقق كلياً.

المبحث الخامس: الاستنتاجات والمقترحات:

أولاً : الاستنتاجات:

- ١- إن شركات الأعمال (الاتحاد لتطوير الأرضي والأردن لتطوير المشاريع السياحية والتجمعات لخدمات التغذية والإسكان والعقارية الأردنية للتنمية والمحفظة العقارية الاستثمارية) ذات وضع مستدام مالياً، وأنها سوف لن تتعرض لمخاطر عدم الاستدامة المالية عندما تستثمر مواردها في استثمارات رأسمالية.
- ٢- إن شركة بيت المال للادخار والاستثمار للإسكان ذات وضع غير مستدام مالياً وأنها سوف تتعرض لمخاطر التعثر المالي إذا توجهت نحو الاستثمارات الرأسمالية.
- ٣- هناك علاقة قوية ذات دلالة معنوية بين متغيرات الاستثمار الرأسمالي مجتمعةً (نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة، نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات، نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات) والاستدامة المالية للشركات المحسوبة.



- ٤- عند البحث عن العلاقة المعنوية بين متغير الاستثمار الرأسمالي والاستدامة المالية. تبين أن نسبة العائد إلى الموجودات ترتبط بعلاقة طردية مع الاستدامة المالية.
- ٥- بينما كانت العلاقة المعنوية لمتغير الاستثمار الرأسمالي في الاستدامة المالية متمثلة بأرتباط نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات بعلاقة عكسية مع الاستدامة المالية. بينما نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات لا ترتبط بأي علاقة معرفية بالاستدامة المالية للشركة.
- ٦- هناك أثر معملي لمتغيرات الاستثمار الرأسمالية مجتمعةً في الاستدامة المالية للشركة.
- ٧- بوساطة نتائج الدراسة تبين أن الأثر المعنوي لمتغير الاستثمار الرأسمالي في الاستدامة المالية الذي يؤثر ايجاباً، هو مؤشر العائد إلى الموجودات الثابتة وأنه يؤثر معرفياً وبصورة موجبة وذات تأثير عالي في الاستدامة المالية للشركة.
- ٨- كما اظهرت نتائج الدراسة أن الأثر المعنوي لمتغير الاستثمار الرأسمالي في الاستدامة المالية، الذي يؤثر سلبياً هو مؤشر الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات وأنه يؤثر معرفياً وبصورة سالبة وذات تأثير متدني في الاستدامة المالية للشركة. بينما تبين أن مؤشر الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات ليس له أي تأثير معرفياً في الاستدامة المالية للشركة.
- ٩- هناك تباين في الاستدامة المالية بين شركات الأعمال في عينة الدراسة.
- ١٠- أمكن تصنيف شركات الأعمال السبعة في عينة الدراسة إلى ثلاثة فئات اعتماداً على قوة استدامتها المالية. فئة الشركات مرتفعة الاستدامة المالية تضم الشركة العقارية الأردنية للتنمية. فئة الشركات معتدلة الاستدامة المالية تضم شركة الأردن لتطوير المشاريع السياحية، وشركة الاتحاد لتطوير الأراضي، وشركة المحفظة العقارية الاستثمارية. فئة الشركات منخفضة الاستدامة المالية تضم شركة التجمعات لخدمات التغذية والإسكان، وشركة بيت المال للادخار والاستثمار للإسكان.

ثانياً: المقترنات:



- ١- ضرورة قيام شركات الأعمال (الاتحاد لتطوير الأراضي والأردن لتطوير المشاريع السياحية والتجمعات لخدمات التغذية والإسكان والعقارية الأردنية للتنمية والمحفظة العقارية الاستثمارية) بزيادة مستوى الاستثمارات الرأسمالية، كونها ذات استدامة مالية جيدة وغير معرضة للمخاطر.
- ٢- ضرورة قيام شركة بيت المال للادخار والاستثمار للإسكان بتحسين وضعها المالي مما يجعلها في حالة استدامة مالية بوساطة إجراء بعض التعديلات في سياستها المالية وضمن خطتها الاستراتيجية وبالتالي التوجه نحو الاستثمارات الرأسمالية.
- ٣- على الشركات عينة الدراسة والشركات في بورصة عمان للأوراق المالية مجتمع الدراسة الاهتمام بمركزها المالي في سعيها للاستدامة المالية عن طريق الاستثمارات الرأسمالية التي تقوم بها ومن الضروري الحصول على مصادر تمويل ذاتية لا تشوبها المخاطر كونها تعرضاً لمخاطرة الخروج من النشاط والتصفية فيما بعد.
- ٤- ضرورة قيام شركات الأعمال المبحوثة بزيادة نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة كونه مؤشر طردي مع الاستدامة المالية فبزيادته تزداد الاستدامة المالية وبالعكس أي نقصانه يؤثر سلباً على الاستدامة المالية.
- ٥- ضرورة قيام شركات الأعمال المبحوثة بتقليل نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات كونه عكسي التأثير في الاستدامة المالية، أي بزيادة هذه النسبة ينخفض مؤشر الاستدامة المالية وبالعكس عند تقليل هذه النسبة يرتفع مؤشر الاستدامة المالية. بينما نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات تبقى على حالها فهي مستقرة وفي وضع أمان وغير معرضة للمخاطر.
- ٦- ضرورة قيام شركات الأعمال عينة البحث والشركات في بورصة عمان للأوراق المالية برفع مستوى الاستدامة المالية والمحافظة عليها كونه الطريق الأفضل للشركات التي ترغب في الحصول على الحصة



السوقية في المستقبل وضمان بقائها. ومن هنا تظهر الحاجة إلى اصدار تقارير استدامة مالية دورية تعني بتحليل وتشخيص الواقع المالي للشركات تقليدياً للأزمات المفاجئة وتقليلًا لمخاطرها.

٧- ضرورة قيام شركات الأعمال عينة البحث والشركات في بورصة عمان للأوراق المالية بالتركيز على تحقيق المزيد من الأرباح وزيادة نسبة الأرباح المحتجزة كونه الدافع الأساس للاستدامة المالية. والموازنة بين العائد والمخاطر في سعي الشركات للحصول على الوضع المالي المستدام الذي يجعلها في منطقة الأمان والاستمرار في النشاط.

٨- بناءً على تصنيف الشركات في عينة البحث فإن فئة الشركات مرتفعة الاستدامة المالية تبقى على وضعها الحالي وتستمر بالنشاط نحو تحقيق المزيد من العوائد، أما فئة الشركات معتدلة الاستدامة المالية نوصي بأجراء المزيد من التدابير التي تجعلها في وضع استدامة مالية جيدة بوساطة زيادة العوائد وتقليل المصارييف غير الضرورية وانتهاز الفرص الاستثمارية المتاحة والاعتماد على مصادر تمويل معروفة المخاطرة. وأخيراً فئة الشركات منخفضة الاستدامة المالية فإنها مطالبة بإحداث تغيرات في خطتها الاستراتيجية في جانب مصادر التمويل والاستثمارات الرأسمالية والقيام بدراسات جدوى نحو المشاريع التي تقوم بها وتحسين وضعها المالي لأجل البقاء والاستمرار في النشاط.

المراجع:

- ١- بورصة عمان للأوراق المالية، ٢٠٢٠، الدليل الإرشادي حول إعداد تقارير الاستدامة.
- ٢- بورصة عمان للأوراق المالية، ٢٠٢٠.
- ٣- مركز إيداع الأوراق المالية، ٢٠٢٠.
- ٤- آل شبيب، دريد ، ٢٠٠٧ ، مقدمة في الإدارة المالية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان.
- ٥- المرسال، ٢٠٢٠ ، مفهوم الاستدامة المالية، مال وأعمال، <https://www.almrsal.com/post/915464>
- ٦- <https://areq.net/> Financial Sustainability
- ٧- كداوي، طلال محمود، ٢٠٠٨ ، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان،الأردن.

- ٨- حمدان، علام محمد موسى ، ٢٠١٢ العوامل المؤثرة في جودة الأرباح : دليل من الشركات الصناعية الأردنية. مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد ٢٠، العدد ٢، غزة، فلسطين.
- ٩- الغزالى، عيسى محمد، ٢٠٠٤، الاستثمار الاجنبى المباشر - تعاريف وقضايا، المعهد العربي للتخطيط، الكويت.
- ١٠- أحمد عمروط، ٢٠١٣، "أثر محاسبة الاستدامة على تقارير الابلاغ المالي في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية والمسجلة في بورصة عمان،الأردن.
- 11- Renata and Denis. Baksyova and Oriskoova. 2020. DuPont analysis of companies in the engineering industry of the Slovak Republic. Journal of Economics University of Bratislava.
- 12- D.Bartlett, Brian, 2012 , "The Effect of Corporate Sustainability Reporting on Firm Valuation". CMC Senior Theses.489. http://scholarship.claremont.edu/cmc_theses/489.
- 13- Serhiy Zabolotnyy and Miroslaw Wasilewski, 2019, The Concept of Financial Sustainability Measurement: A Case of Food Companies from Northern Europe, Faculty of Economic Sciences, Warsaw University of Life Sciences—Warsaw, Poland.224–250.
- 14- Alhadhrami, Ahmed Salmeen Alhaiq, 2019, Sustainability Practices and Sustainable Financial Growth, College of Business, Abu Dhabi University, Abu Dhabi, UAE. 2.
- 15- Escwa, 2000, The role of foreign direct investment in economic development in escwa member countries , U.N. New York, 241.
- 16- Haiying and Chaochao, 2013, Measuring the level of sustainable development in commercial banks listed on the Chinese stock exchange, china.