



أثر الاستثمار الرأسمالي على الاستدامة المالية لشركات القطاع الخدمي

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

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 ٢٠٢٠-٢٠٠٨ 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 الآجل، 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 بواسطة ثلاثة متغيرات مستقلة (X1): يمثل نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة و(X2): يمثل نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات، و(X3): 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 الاول: المنهجية والدراسات السابقة:

اولاً: 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 التعثر المالي والإفلاس من جهة أخرى، فتأتي فكرة البحث من كيفية تحقيق هدفين هما 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:

تنبثق مشكلة البحث من عدم معرفة أثر الاستثمارات الرأسمالية التي تقوم بها شركات الأعمال في استدامتها المالية كونها طويلة الأجل ومعرضة لمخاطر مالية وسياسية وغيرها فضلاً عن التحديات التي تفرضها الأزمات المالية والعالمية 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 تتسارع فيه المشكلات المالية وأزماتها العالمية، التي تؤثر بصورة مفاجئة على شركات الأعمال، ولأجل بقائها واستمرار أدائها الانتاجي والمالي كان لابد من الاهتمام وتسليط الضوء على أهم أهداف الإدارة المالية، ألا وهو هدف البقاء والنمو والاستمرارية بوساطة السعي للاستدامة المالية بغرض الحفاظ عليها للأجيال القادمة من المستفيدين 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 الأمد 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 منهجية 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 المتأتبة 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 الاستثمار 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 للإيقاف عن التداول لضمان استمراريته وقياس استدامتها المالية.
 ثانياً: الدراسات السابقة:

١- دراسة أحمد عرموط, 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 الابلاغ 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 والبالغة ٨٤ شركة وكانت أدوات الدراسة تشمل استبيان معامل الثبات كرونباخ ألفا و متغيرات الدراسة معايير بيئية اجتماعية اقتصادية صعوبات وتحديات للاستدامة (متغيرات مستقلة), تقارير الابلاغ 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_01 لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى معنوية $\alpha \leq 0,05$ لعناصر محاسبة الاستدامة (البيئية والاقتصادية والاجتماعية) على تقارير الابلاغ 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 البلاغ 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 (٠.٥٢٢) من التباين في المتغير التابع . وإن هناك عدم إلمام 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) , 2012, "The Effect of Corporate Sustainability Reporting on Firm Valuation Claremont McKenna College"

بعنوان 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 نوقش التأثير الحقيقي لتقارير الاستدامة على قيمة الشركة بشكل واسع، غالباً بسبب طبيعة البيانات النوعية في تقارير الاستدامة، و تستخدم هذه الدراسة نظام درجات الاستدامة المعياري لفحص آثار تقارير الاستدامة على قيمة الشركة، وتحلل هذه الآثار في فترة الكساد لملاحظة 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 تنخفض 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.

٣- دراسة (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):

أظهرت 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 مثال شركات الأغذية من شمال أوروبا، وتم تطبيق المنطق الضبابي لتحديد العلاقات المعقدة بين العوامل المالية المختلفة، وتصنيف الشركات وفقاً لمستوى استدامتها المالية، وشكلت مجموعة فريدة من العوامل مؤشراً واحداً معقداً 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 المقترحة في الدراسة كأداة عملية في عملية صنع القرار لتقييم 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, **Measuring the level of sustainable development in commercial banks listed on the Chinese stock exchange** مترجم للعربية بعنوان (قياس مستوى الاستدامة في البنوك التجارية المدرجة في البورصة الصينية):

نتج 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 الموفرة 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 كُتاب المالية على تعريف محدد لهذا المصطلح، فالاستدامة هي صفة لشيء ما يمكن أن يستمر، أي شيء (محتمل) وقادر 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. **Serhiy and Miroslaw, (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](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 لغرض 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. وللاستدامة المالية مكونات أساسية تتمثل في : (المرسال ، ٢٠٢٠)

١- الوصول إلى رأس المال: ويتطلب 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 للحفاظ 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: إن أخذ الوقت لتقييم عمل الشركة هو أمر حاسم للنمو الصحي والمستدام، ويسمح للشركة إنشاء خطة لمراجعة أموالها بشكل منتظم، بالتعديل في الوقت المناسب لعكس اتجاه سلبي أو اغتنام 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 لإبقائها على المسار الصحيح؛ إذ يجب أن يكون التخطيط المالي مرناً 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 وكالاتي:

فاذا 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 :

$$ROE = NI / TE = PM * TAT * EM = (NI/Revenue)(Revenue/Assets) (Assets/Equity)$$

g: يمثل مؤشر الاستدانة المالية

NI is net income الدخل الصافي

TE is total equity إجمالي حقوق الملكية

PM is profit margin العائد / صافي الربح = الهامش الربحي

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

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

والشركة الأكثر كفاءة هي الشركة التي لديها أعلى قيمة لـ (g) مقارنة مع الشركات الأخرى فكلما كان مقياس (g) رقماً كبيراً وموجباً كلما كان أفضل ويعني أن الشركة في حالة استدانة مالية جيدة، وبالعكس كلما كان المقياس (g) رقماً سالباً يعني أن الشركة في حالة غير مستدامة مالياً وأنها تواجه مخاطر عدم الاستدامة وقريبة من الفشل المالي. (Renata and Denis, 2020, 383-390).

ثانياً: الاستثمار الرأسمالي

هناك مفاهيم متعددة تطرقة اليها الاكاديميين في طروحاتهم النظرية والتطبيقية للاستثمار الرأسمالي، الا انها تدور في نفس الفلك من حيث المعنى فنجد من اشارة اليها بأنها الاستثمارات التي يتوقع أن يوزع العائد منها على عدد من السنوات تزيد عن عام واحد، ومثال ذلك الاستثمارات في الأصول الثابتة بمختلف أنواعها، والتي تُعد بمثابة الأصول الإنتاجية للشركة (المعدات والأجهزة والأدوات ووسائل النقل ... الخ) (أل شبيب، ٢٠٠٧، ٧٢) ويكون اختيار الأصول بمثابة تحديد وارتباط طويل الأجل للشركة بنوع معين من النشاط وخط معين للمنتجات وطريقة معينة للتشغيل، لذلك يجب توخي الحذر في اختيار وتقييم بدائل الاستثمار في الأصول المختلفة. (Escwa, 2000, 241).



وعرف (الغزالي، ٢٠٠٤، ٥١) الاستثمار الرأسمالي بأنه ربط أو تخصيص مقدار معلوم من أموال وموارد الشركة والتضحية في الوقت الحاضر، استناداً إلى منهج رشيد مسبق للتحليل والتقسيم والمقارنة بغية تحقيق أو الحصول على عوائد مناسبة يتوقع حدوثها على مدار فترات زمنية مستقبلية طويلة نسبياً. وهناك من أشار إلى 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 للحفاظ على رأسمالها أو زيادة نطاق عملياتها. (كداوي، ٢٠٠٨، ١٢) وللاستثمار الرأسمالي أهمية مرجوة 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 التوسع 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 يترتب 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 والتنبؤ، وهذه عملية غير دقيقة لأن محاولة التنبؤ بالتدفقات النقدية المتأتية بالمستقبل عملية معقدة; لكون التنبؤات مرتبطة بأحداث سياسية واجتماعية واقتصادية وتكنولوجية.

المبحث الثالث: الجانب القياسي والتحليلي:

أولاً : وصف متغيرات البحث:

١- المتغير التابع (الاستجابة):

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

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

... .. (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 للمدة (٢٠٠٨-٢٠٢٠).
 الجدول (١-١) المقاييس الإحصائية للاستدامة المالية للشركات عينة البحث للمدة (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.
التجمعات 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 فبلغت (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 لنسبة 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 لنسبة العائد إلى الموجودات الثابتة للشركات عينة البحث للمدة (٢٠٢٠-٢٠٠٨)

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
التجمعات 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 للأدخار 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 مقارنةً بباقي شركات الأعمال عينة البحث بمتوسط (٠.٠٧٥) في مدة البحث، وكانت أصغر نسبة للعائد إلى الموجودات الثابتة (-٠.١١٣) بينما كانت أكبر نسبة إذ بلغت (٠.٢٧٤). وبلغت قيمة الانحراف المعياري لنسبة العائد إلى الموجودات الثابتة للشركة (٠.١٠٨)، وهي قيمة صغيرة تشير إلى التجانس في نسب العائد إلى الموجودات الثابتة للشركة في مدة البحث. بينما تمتلك شركة بيت المال

للاذخار والاستثمار للإسكان أصغر نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة مقارنةً بباقي شركات الأعمال عينة البحث، بمتوسط بلغت قيمته خلال مدة البحث (-٠.٠٤٤)، وكانت أصغر نسبة للعائد إلى الموجودات الثابتة (-٠.٢٦٢) بينما كانت أكبر نسبة هي (٠.٠٣١). وبلغت قيمة الانحراف المعياري لنسبة العائد إلى الموجودات الثابتة للشركة (٠.٠٧٨)، 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 للاذخار والاستثمار للإسكان. وبصورة عامة بلغ متوسط نسب العائد إلى الموجودات الثابتة للشركات عينة البحث جميعها ما يقارب (٠.٠٠٨) بانحراف معياري (٠.١٣٧).

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 للمدة (٢٠٢٠-٢٠٠٨).

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

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
التجمعات 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 للاذخار 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 (٠.٨٩٢)، وكانت أصغر نسبة موجوداتها الثابتة إلى إجمالي موجوداتها (٠.٧١٦)، بينما كانت أكبر نسبة موجوداتها الثابتة إلى إجمالي موجوداتها (٠.٩٨٠). وبلغت قيمة الانحراف المعياري لنسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات للشركة (٠.٠٩٥)، وهي قيمة صغيرة جداً 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 (٠.٣٨٨). وكانت أصغر نسبة لموجوداتها الثابتة إلى إجمالي موجوداتها (٠.٠٥٢) بينما كانت أكبر نسبة (٠.٧٩٧). وبلغت قيمة الانحراف المعياري لنسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات للشركة (٠.٣١٢)، 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 تباينت 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 (٠.٦٧٩) بانحراف معياري (٠.٢٨١).

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 للمدة (٢٠٠٨-٢٠٢٠).

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

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
التجمعات 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 للدخار 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.

يتبين من الجدول (٤-١) أن شركة المحفظة العقارية الاستثمارية تمتلك أكبر نسبة للموجودات 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 الموجودات 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 (٩.٥٨٧) بانحراف معياري (١٧.٢٠٩).

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 للمدة (٢٠٠٨-٢٠٢٠).

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

المتغير	المتغير الأصلي (المستوى)		المتغير بعد الفرق الأول	
	المقطع	المقطع والاتجاه	المقطع	المقطع والاتجاه
G	-39.040*** (0.000)	-38.015*** (0.000)	-	-
القيم بين القوسين تمثل القيمة الاحتمالية P-value *** الاختبار معنوي عند مستوى دلالة ١٪				

المصدر: مخرجات برمجية الاقتصاد القياسي 12-Eviews

نلاحظ من نتائج الجدول (٥-١) واعتماداً على القيم الاحتمالية التي هي أقل من (١٪)، أن متغير الاستدامة المالية للشركات (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 للمدة (٢٠٠٨-٢٠٢٠). حيث يلاحظ من النتائج واعتماداً على القيم الاحتمالية التي كانت جميعها أقل من (١٠٪) أن متغيرات الاستثمار الرأسمالي 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 بعد أخذ الفرق الأول لقيمه، لذلك فإن هذا المتغير سيدخل في بناء نماذج الانحدار بعد أخذ الفرق الأول له، مع العلم أن معادلة الفرق الأول ستكون كالآتي:

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

.....(1.2)

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

المتغير	المتغير الأصلي (المستوى)		المتغير بعد الفرق الأول	
	المقطع	المقطع والاتجاه	المقطع	المقطع والاتجاه
X_1	-8.435*** (0.000)	-6.428*** (0.000)	-	-
X_2	0.054 ^{n.s} (0.523)	-1.471* (0.071)	-3.442*** (0.000)	-1.760** (0.039)
X_3	-2.055** (0.020)	-2.838*** (0.002)	-	-



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 not significant

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:

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

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

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

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

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

٣. عرض ومناقشة نتائج اختبار الفرضية الاولى:

تنص فرضية البحث الرئيسة الاولى 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

معامل الارتباط المتعدد	P-value
.0869**	.0000
** الاختبار معنوي عند مستوى دلالة ١٪	

المصدر: مخرجات البرمجية الإحصائية SPSS-27

يتبين 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 للشركات المحسوبة وفق مقياس دوبونت **DuPont** بلغت (٠.٨٦٩) ولأن القيمة الاحتمالية المقابلة للمعامل بلغت (٠.٠٠٠٠) 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 مجتمعة 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

المتغيران	معامل ارتباط بيرسون	P-value
نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة والاستدامة المالية	0.889**	0.000
نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات والاستدامة المالية	-0.181 ^{n.s}	0.113
نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات والاستدامة المالية	-0.282*	0.010
<p>** الاختبار معنوي عند مستوى دلالة ١%</p> <p>* الاختبار معنوي عند مستوى دلالة 5%</p> <p>n.s الاختبار غير معنوي not significant</p> <p>المصدر: مخرجات البرمجية الإحصائية SPSS-27</p>		

أظهرت نتائج الجدول (٨-١) الآتي:

- وجود علاقة طردية قوية وذات دلالة إحصائية بين نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة والاستدامة المالية للشركة وعند مستوى معنوية (١٪)، إذ بلغت قيمة معامل الارتباط (٠.٨٨٩) والقيمة الاحتمالية لها (٠.٠٠٠) 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، فبلغت قيمة معامل الارتباط (-٠.١٨١) والقيمة الاحتمالية لها (٠.١١٣) وهي أكبر من مستوى المعنوية (٥٪)، فالتغير في نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات ليس له علاقة بالتغير 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 الرئيسة 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 الرأسمالي الثلاثة (نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة، نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات، نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات) مجتمعة 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 مدى في الاستدامة المالية الشركة. عند تقدير أنموذج الانحدار بنوعيه (الانحدار التجميعي 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 التجميعي 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

النموذجين	الاختبار	P-Value	النتيجة
الانحدار التجميعي (PRM) انحدار التأثيرات الثابتة (FEM)	10.382**	0.000	انحدار التأثيرات الثابتة (FEM) هو الأفضل
** الاختبار معنوي عند مستوى دلالة ١٪			

المصدر: مخرجات برمجية الاقتصاد القياسي Eviews-12

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

الجدول (١٠-١) نتائج تقدير أنموذج انحدار التأثيرات الثابتة للاستدامة المالية على الاستثمار الرأسمالي

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

المصدر: مخرجات برمجية الاقتصاد القياسي Eviews-12

من نتائج الجدول (١٠-١) يتبين الآتي:

• بثبات أثر باقي متغيرات الاستثمار الرأسمالي فإن لنسبة 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 (٠.٠٠٠٠) 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 لنسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات (بفرقه 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 (٠.٠٠٠٠) 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 ب(١٪) يؤدي إلى زيادة الاستدامة المالية بمقدار (٧١٠٠٤٢.٦) نقطة.

• بثبات 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 (٠.٠٠٠٦) 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 ب(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 (٠.٢١٣) التي هي أكبر من (٥٪)،

• بلغت قيمة معامل التحديد للأنموذج أعلاه (٠.٥٧٠) 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 أعلاه معنوياً عند مستوى دلالة (١٪) استناداً إلى القيمة الاحتمالية لاختبار (F) البالغة (١٤.٣٤٩) 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 مدى 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

النموذجين	الاختبار	P-Value	النتيجة
الانحدار التجميعي (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

يتبين من الجدول (١١-١) أن قيمة اختبار فيشر (F) المقيد للمفاضلة بين أنموذجي الانحدار التجميعي (PRM) وانحدار التأثيرات الثابتة (FEM) بلغت (٣.٠١٤) وهذه النتيجة معنوية اعتماداً على القيمة الاحتمالية للاختبار البالغة (٠.٠١٦) التي هي أقل من (٥٪)؛ إذ تشير هذه النتيجة إلى أن أنموذج انحدار التأثيرات الثابتة هو المفضل على أنموذج الانحدار التجميعي 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	X ₁
			0.796	R ²
			296.697**	F-test
			0.000	Prob.(F-test)
** الاختبار معنوي عند مستوى دلالة ١٪				

المصدر: مخرجات برمجية الاقتصاد القياسي Eviews-12

يتبين من نتائج الجدول (١٢-١) أن لنسبة 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 (٠.٠٠٠٠) التي هي أقل من (١٪)، واعتماداً على قيمة معامل الانحدار لهذا المتغير والبالغة (٢٤٠٣٩٩٤) فإن ذلك يعني أن زيادة نسبة العائد إلى الموجودات الثابتة بـ (١٪) يؤدي إلى زيادة الاستدامة المالية بمقدار (٢٤٠٣٩٩٤) نقطة. وبلغت قيمة معامل التحديد للنموذج أعلاه (٠.٧٩٦) التي تبين أن القدرة التفسيرية للنموذج 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 أنموذج 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)

ب- نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات (X₂):

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

النموذجين	الاختبار	P-Value	النتيجة
الانحدار التجميعي (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

يتبين من الجدول (١٣-١) أن قيمة اختبار فيشر (F) المقيد للمفاضلة بين أنموذجي الانحدار التجميعي (PRM) وانحدار التأثيرات الثابتة (FEM) بلغت (١٣.٥٩٧) وهذه النتيجة معنوية اعتماداً على القيمة الاحتمالية للاختبار البالغة (٠.٠٠٠) التي هي أقل من (١٪)، وتشير هذه النتيجة إلى أن أنموذج انحدار التأثيرات الثابتة هو المفضل على أنموذج الانحدار التجميعي لبيان أثر نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات في الاستدانة المالية للشركات كافة. والجدول (١٤-١) يعرض نتائج تقدير أنموذج انحدار التأثيرات الثابتة لبيان أثر نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات في الاستدانة المالية للشركات عينة البحث.

الجدول (١٤-١) نتائج تقدير أنموذج انحدار التأثيرات الثابتة لأثر نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي

الموجودات في الاستدانة المالية للشركات عينة البحث

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

المصدر: مخرجات برمجية الاقتصاد القياسي Eviews-12

يتبين من الجدول (١-١٤) أنه لا يوجد أثر معنوي لنسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات (بفرقه الأول) في الاستدامة المالية للشركة بحسب القيمة الاحتمالية لاختبار (t) المقابلة لمعامل انحدار هذا المتغير البالغة (٠.٥٢٥) التي هي أكبر من (٥٪).

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

الجدول (١-١٥) المفاضلة بين نوعين من نماذج الانحدار لأثر نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات في الاستدامة المالية للشركة

النموذجين	الاختبار	P-Value	النتيجة
الانحدار التجميعي (PRM)	2.585*	0.033	أنموذج انحدار التأثيرات الثابتة
انحدار التأثيرات الثابتة (FEM)			(FEM) هو الأفضل

* الاختبار معنوي عند مستوى دلالة 5%

المصدر: مخرجات برمجية الاقتصاد القياسي Eviews-12

يتبين من الجدول (١-١٥) أن قيمة اختبار فيشر (F) المقيد للمفاضلة بين نموذجي الانحدار التجميعي (PRM) وانحدار التأثيرات الثابتة (FEM) بلغت (٢.٥٨٥) وهذه النتيجة معنوية اعتماداً على القيمة الاحتمالية للاختبار البالغة (٠.٠٣٣) التي هي أقل من (٥٪)، وتشير هذه النتيجة إلى أن أنموذج انحدار التأثيرات الثابتة هو المفضل على أنموذج الانحدار التجميعي لبيان أثر نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات في الاستدامة المالية للشركات عينة البحث. والجدول (١-١٦) يعرض نتائج تقدير أنموذج انحدار التأثيرات الثابتة لبيان أثر نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات في الاستدامة المالية للشركات كافة.

الجدول (١-١٦) نتائج تقدير أنموذج انحدار التأثيرات الثابتة لأثر نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات في الاستدامة المالية للشركات عينة البحث

المتغير	المعامل	الخطأ القياسي	t – test	P-Value
C	184647.8	51144.36	3.61033**	0.001
X ₃	-3341.117	1308.859	-2.55269*	0.013
R ²	٠.٠٨٣			
F-test	٦.٨٦٧*			
Prob.(F-test)	0.0١١			
** الاختبار معنوي عند مستوى دلالة ١٪				

المصدر: مخرجات برمجية الاقتصاد القياسي Eviews-12

يتبين من نتائج الجدول (١٦-١) أن لنسبة 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 (٠.٠١٣) 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 بـ (١٪) يؤدي إلى نقصان الاستدامة المالية بمقدار (٣٣٤١.١١٧) نقطة. بلغت قيمة معامل التحديد للأنموذج أعلاه (٠.٠٨٣) التي تبين أن القدرة التفسيرية للأنموذج وبلغت (٨٪)، أي إن ما نسبته (٨٪) فقط من التغيرات التي تحصل في الاستدامة المالية للشركة سببها نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات. وعلى ضوء نتائج الجدول (١٦-١) فإن أنموذج الانحدار الخطي البسيط المقدر الذي يبين أثر نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي المطلوبات في الاستدامة المالية للشركة سيتخذ الشكل الآتي:

$$\hat{g}_{it} = 184647.8 - 3341.117X_{3,it} \quad \dots\dots(1.7)$$

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

٥. عرض ومناقشة نتائج اختبار الفرضية الثالثة:

تنص فرضية البحث الرئيسة 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 متباينة 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 (١-١٧).

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

قيمة الاختبار	درجة الحرية	P-value
32.152**	5	٠.٠٠٠٠
** الاختبار معنوي عند مستوى دلالة ١٪		

المصدر: مخرجات البرمجية الإحصائية **SPSS-27**

يتبين من الجدول (١-١٧) أن نتيجة الاختبار معنوية عند مستوى معنوية (١٪) اعتماداً على القيمة الاحتمالية للاختبار البالغة (٠.٠٠٠٠) التي هي أقل من (١٪)، وهذا يعني أن متوسطات الاستدامة المالية للشركات عينة البحث متباينة، وبالتالي يمكن اختبار الفروق بين كل شركتين لمعرفة أي من الشركات تختلف عن الأخرى وفقاً للاستدامة المالية وكما في الجدول الآتي:

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

الشركة (١)	الشركة (٢)	قيمة الاختبار	P-value
الاتحاد لتطوير الأراضي	الأردن لتطوير المشاريع السياحية	-3.154 ^{n.s}	0.723
	التجمعات لخدمات التغذية والإسكان	-14.154 ^{n.s}	0.111
	العقارية الأردنية للتنمية	23.154 ^{**}	0.009
	المحفظة العقارية الاستثمارية	-9.154 ^{n.s}	0.303
	بيت المال للدخار والاستثمار للإسكان	-23.692 ^{**}	0.008
الأردن لتطوير المشاريع السياحية	التجمعات لخدمات التغذية والإسكان	-11.000 ^{n.s}	0.216
	العقارية الأردنية للتنمية	-26.308 ^{**}	0.003
	المحفظة العقارية الاستثمارية	-6.000 ^{n.s}	0.500
	بيت المال للدخار والاستثمار للإسكان	-20.538 [*]	0.021
التجمعات لخدمات التغذية والإسكان	العقارية الأردنية للتنمية	-37.308 ^{**}	0.000
	المحفظة العقارية الاستثمارية	-5.000 ^{n.s}	0.574
	بيت المال للدخار والاستثمار للإسكان	-9.538 ^{n.s}	0.283
العقارية الأردنية للتنمية	المحفظة العقارية الاستثمارية	-32.308 ^{**}	0.000
	بيت المال للدخار والاستثمار للإسكان	-46.846 ^{**}	0.000
المحفظة العقارية الاستثمارية	بيت المال للدخار والاستثمار للإسكان	-14.538 ^{n.s}	0.102
<p>** الاختبار معنوي عند مستوى دلالة ١٪</p> <p>* الاختبار معنوي عند مستوى دلالة ٥٪</p> <p>n.s الاختبار غير معنوي not significant</p>			

المصدر: مخرجات البرمجية الإحصائية SPSS-27



يتبين من الجدول (١-١٨) الآتي:

- شركة الاتحاد لتطوير الأراضي: هناك فرق معنوي في الاستدامة المالية وعند مستوى دلالة (١٪) بين هذه الشركة وكل من الشركة العقارية الأردنية للتنمية وشركة بيت المال للدخار 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 وعند مستوى دلالة (٥٪) بين هذه الشركة وكل من الشركة العقارية الأردنية للتنمية وشركة بيت المال للدخار 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 وعند مستوى دلالة (١٪) 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 للدخار والاستثمار للإسكان.
 - الشركة العقارية الأردنية للتنمية: هناك فرق معنوي في الاستدامة المالية وعند مستوى دلالة (١٪) بين هذه الشركة وكل من شركة المحفظة العقارية الاستثمارية وشركة بيت المال للدخار والاستثمار للإسكان.
 - المحفظة العقارية الاستثمارية: هناك تجانس في الاستدامة المالية بين هذه الشركة وشركة بيت المال للدخار والاستثمار للإسكان.
- على ضوء النتائج أعلاه، يمكن تصنيف الشركات عينة البحث إلى ثلاث فئات كل منها تضم شركات متجانسة 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 الأراضي، 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 للدخار والاستثمار للإسكان بمتوسطات استدامة مالية وفق مقياس دوبونت **DuPont** مساوية لـ (٥١٠.٧) نقطة، و (-١٦٩٩٣٤.٥) نقطة على التوالي.

مما تقدم، فإن الفرضية الرئيسة الثالثة للدراسة لم تتحقق كلياً.

المبحث الخامس: الاستنتاجات والمقترحات:

أولاً : الاستنتاجات:

- ١- إن شركات الأعمال (الاتحاد لتطوير الأراضي 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 للدخار 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 معنوية بالاستدامة المالية للشركة.
- ٦- هناك أثر معنوي لمتغيرات الاستثمار الرأسمالية مجتمعة 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 معنوياً 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 معنوياً وبصورة سالبة وذات تأثير متدني في الاستدامة المالية للشركة. بينما تبين أن مؤشر الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات ليس له أي تأثير معنوي في الاستدامة المالية للشركة.
- ٩- هناك تباين في الاستدامة المالية بين شركات الأعمال في عينة الدراسة.
- ١٠- أمكن تصنيف شركات الأعمال الست في عينة الدراسة إلى ثلاث 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: المقترحات:



- 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 تعرضها 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 فيزيادته 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 إصدار تقارير استدامة مالية دورية تعني بتحليل وتشخيص الواقع المالي للشركات تقادياً للأزمات المفاجئة وتقليلاً 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 الاساس 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 المصاريف غير الضرورية وانتهاز الفرص الاستثمارية المتاحة والاعتماد على مصادر تمويل معدومة المخاطرة. وأخيراً فئة الشركات منخفضة الاستدامة المالية فإنها مطالبة بإحداث تغييرات 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- المرسل، ٢٠٢٠، مفهوم الاستدامة المالية، مال وأعمال، <https://www.almrsal.com/post/915464>
- ٦- [https://areq.net/ Financial Sustainability](https://areq.net/FinancialSustainability)
- ٧- كداوي، طلال محمود، ٢٠٠٨، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الاردن.

- ٨- حمدان، علاّم محمد موسى , ٢٠١٢ العوامل المؤثرة في جودة الأرباح : دليل من الشركات الصناعية الأردنية. مجلة الجامعة الاسلامية للدراسات الاقتصادية والادارية، المجلد ٢٠، العدد ٢، غزة، فلسطين.
- ٩- الغزالي، عيسى محمد, ٢٠٠٤، الاستثمار الاجنبي المباشر- تعاريف وقضايا، المعهد العربي للتخطيط، الكويت.
- ١٠- أحمد عرموط, ٢٠١٣, " أثر محاسبة الاستدامة على تقارير الابلاغ المالي في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية والمسجلة في بورصة عمان, الاردن.
- 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.