

## العلاقة بين السيولة والربحية والقيمة السوقية للشركات: دراسة تطبيقية على شركات صناعة الملابس والجلود والنسيج المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية

د. غذوان علي علي\*

### المخلص

يعدُّ تعظيم القيمة السوقية هدفاً استراتيجياً تسعى الشركات إلى تحقيقه، ونظراً إلى أنَّ هذا الهدف يرتبط بهدفين أساسيين آخرين: هدف السيولة وهدف الربحية، فإنَّ الأمر زاد تعقيداً، إذ إنَّ التناقض وعدم الوضوح يمثِّل السمة المميزة لشبكة العلاقات الرابطة لهذه المتغيرات الثلاثة التي لا يمكن عزلها عن بعضها بعضاً، كما أنَّ متخذي القرارات الاستثمارية منقسمون بشأن العلاقة بين السيولة والربحية وعلاقة كل منها بهدف تعظيم القيمة السوقية للشركة، وتفاقم انقسامهم إثر النتائج التي توصلت إليها البحوث المالية التي تناولت علاقة هذه المتغيرات ببعضها، وباتت نتيجة ذلك قراراتهم الاستثمارية غير رشيدة.

من هنا كان الهدف الأساسي لهذا البحث المتمثِّل بالتحديد الدقيق لطبيعة العلاقات بين السيولة والربحية والقيمة السوقية للشركة، ومعرفة فيما هل تؤثر السيولة تأثيراً مباشراً مباشر في القيمة السوقية للشركة، أم أنَّها بحاجة للربحية كوسيطٍ لممارسة هذا التأثير، أم أنَّ السيولة يمكن أن تمارس تأثيرها تأثيراً مباشراً في القيمة السوقية للشركة وغير مباشر عبر الربحية في آنٍ واحد. ولتحقيق هذا الهدف دُرِسَتْ عينة غير عشوائية (قصديّة) شملت أربعة شركاتٍ لصناعة الملابس والجلود والنسيج مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، وذلك خلال الفترة الممتدة بين الربع الأول لعام 2000 والربع الرابع لعام 2016.

\* أستاذ مساعد - قسم إدارة الأعمال - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق.

اعتمدت الدراسة على خمسة مؤشرات لقياس السيولة، وأربعة مؤشرات لقياس الربحية ونسبة Tobin's q لقياس القيمة السوقية للشركة.

أظهرت نتائج الدراسة اختلاف العلاقات بين المتغيرات المدروسة باختلاف المؤشرات المستخدمة في قياسها، إذ ظهرت السيولة مُقيسةً بنسبة التداول المعدلة تؤثر - على عكس بقية مؤشرات السيولة- تأثيراً إيجابياً مباشراً وذا دلالةٍ معنويةٍ في القيمة السوقية للشركة، والربحية مُقيسةً بمعدل العائد على حقوق الملكية تؤثر - بخلاف بقية مؤشرات الربحية- تأثيراً إيجابياً ودالاً معنوياً في القيمة السوقية للشركة. كما بيّنت النتائج أنّ أثر السيولة في القيمة السوقية للشركة انخفض بإدخال الربحية إلى معادلة الانحدار التي أكدت بذلك الدور الوسيط للربحية بين السيولة والقيمة السوقية للشركة.

## **The relationship between liquidity, profitability and the market value of companies: an applied study on clothing and leather manufacturing companies the textile is listed on the Amman Stock Exchange**

**Dr. Ghazwan Ali Ali\***

### **Abstract**

Maximizing the market value is a strategic goal that companies seek to achieve, and considering that this goal is related to two other fundamental goals: the goal of liquidity and the goal of profitability, the matter has become more complicated, as the inconsistency and lack of clarity represents the distinguishing feature of the network of relationships linking these three variables that cannot be isolated from each other. Some, as investment decision makers are divided on the relationship between liquidity and profitability and the relationship of each with the aim of maximizing the market value of the company, and their division was exacerbated after the results of financial research that dealt with the relationship of these variables to each other and became a result of that. their investment decisions became irrational.

Hence the main objective of this research was to determine precisely the nature of the relationships between liquidity and profitability and the market value of the company, and to know whether liquidity directly affects the market value of the company, or whether it needs profitability as a medium to exercise this effect, or whether liquidity can exert its influence on value Market the company directly and indirectly through profitability at the same time. To achieve this goal, a non-random (intentional) sample was studied that included four companies for the clothing, leather and textile industries listed on the Amman Stock Exchange for the period between the first quarter of 2000 and the fourth quarter of 2016. The study relied on five indicators to measure liquidity and four indicators to measure profitability and Tobin's ratio  $q$  To

---

\*Associat. Professor - Department of Business Administration - Faculty of Economics - University of Damascus.

measure the market value of the company.

The results of the study showed a difference in the relationships between the studied variables according to the different indicators used to measure them, as liquidity appeared measured by the adjusted trading rate, which affects - unlike the rest of the liquidity indicators - in a positive, direct, and significant indication of the market value of the company, and the profitability measured by the rate of return on property rights affects - other than Other indicators of profitability - positively and significantly indicative of the company's market value. The results also showed that the effect of liquidity on the market value of the company decreased by introducing profitability to the regression equation, which confirmed the mediating role of profitability between liquidity and the market value of the company.

**المقدمة:**

تُمثّل السيولة هدفاً لأية شركة، فزيادة السيولة تعني زيادة قدرة الشركة على سداد التزاماتها في تاريخ الاستحقاق دون تأخير، الأمر الذي يحسّن سمعة الشركة ويزيد الطلب على أسهمها في السوق، ومن ثمّ ارتفاع قيمتها السوقية. كما أنّ ارتفاع السيولة يُتيح للشركة الاستفادة من الخصومات النقدية التي يقدمها الموردون للشركة ويزيد ثقة الدائنين بها، الأمر الذي يخفّض تكلفة التمويل ويقلّل البيع القسريّ للأصول الذي يتميز بتكاليفه المرتفعة، ومن ثمّ فإنّ توافر السيولة يؤثر تأثيراً إيجابياً في ربحية الشركة.

تُعدّ الربحية بدورها هدفاً رئيسياً للشركات، إذ تُعدّ الضامن الأساسي لبقاء الشركة وديمومتها، فزيادتها تعني زيادة قدرة الشركة على توزيع الأرباح على المساهمين، تلك الأرباح التي تمثل العائد الاستثماري المتوقع مقابل استثمار المساهمين لأموالهم في أسهم الشركة، ومن ثمّ فإنّ زيادة الأرباح الموزعة عليهم يعني زيادة عائدهم الاستثماري، وهذا بدوره سيزيد السعر السوقي لأسهم الشركة نتيجة ارتفاع الطلب عليها. صحيح أنّ زيادة الأرباح قد لا تؤدي بالضرورة إلى زيادة الأرباح الموزعة، لأن الشركة قد تحتجز النسبة الكبرى من أرباحها من أجل تمويل استثماراتها الجديدة، إلا أنّ هذا الأمر سينعكس أيضاً على ارتفاع السعر السوقي لأسهم الشركة، وذلك يعود إلى وجود مستثمرين يفضلون احتجاز النسبة الأكبر من الأرباح وإعادة استثمارها بدلاً من توزيعها، ومن ثمّ فإنّ زيادة الأرباح ستعكس إيجاباً على السعر السوقي لأسهم الشركة سواء ورّعت الشركة النسبة الكبرى من هذه الأرباح أم احتجزتها. ومن ثمّ يمكننا توقع تأثير السيولة في القيمة السوقية للشركة تأثيراً مباشراً وغير مباشراً من خلال تأثيرها في الربحية التي يمكن أن تؤدي دور المتغير الوسيط الذي يتوسط العلاقة بين السيولة والقيمة السوقية للشركة.

## أولاً: الإطار المنهجي للبحث:

### 1- الدراسات السابقة:

- دراسة (Owolabi and Others, 2011) بعنوان "دراسة علاقة الربحية والسيولة في منظمات الأعمال: دراسة بعض الشركات المدرجة في نيجيريا"<sup>1</sup>. هدفت الدراسة إلى اختبار وتحديد طبيعة العلاقة ومداهها بين السيولة والربحية. استخدم الباحثون نسبة الأصول المتداولة/الخصوم المتداولة لقياس السيولة، ومعدّل دوران الربح التشغيلي لقياس الربحية. شملت عينة البحث المؤسسات المصرفية وشركات التصنيع والتجهيز المدرجة في سوق الأوراق المالية النيجيرية خلال المدة الممتدة بين 2003-2009. أظهرت نتائج الدراسة ضعف القوة التفسيرية لكل من السيولة والربحية بمعنى ضعف كل منهما في تفسير تغيرات الآخر، إلا أنّ النتائج بيّنت علاقة ارتباط إيجابية بين هذين المتغيرين.
- دراسة (Saluja, Kumar, 2012) بعنوان "مفاضلة السيولة والربحية: دراسة عن Airtel Bharti Limited"<sup>2</sup>. هدفت الدراسة إلى تقييم العلاقة بين السيولة والربحية من خلال دراسة حالة شركة الاتصالات الهندية (Bharti Airtel Ltd)، إذ شملت بيانات الدراسة المدة الممتدة بين 2006-2010. استخدم الباحثان نسبة الأصول المتداولة إلى الخصوم المتداولة لقياس السيولة، ومعدّل العائد على حقوق الملكية لقياس الربحية. أظهرت النتائج وجود علاقة سلبية بين السيولة والربحية، إذ بإمكان الشركة أن تزيد من الربحية من خلال تخفيض سيولتها، وإنّ زيادة الأصول المتداولة وتخفيض الخصوم المتداولة يؤثر سلباً في مستوى ربحيتها، وفي الحالات كلّها يرى الباحثان ضرورة أن تسعى الشركات إلى تحقيق التوازن بين السيولة والربحية.

<sup>1</sup> Owolabi, S. A., Obiakor, R. T., Okwu, A. T., 2011, Investigating Liquidity-Profitability Relationship in Business Organizations: A Study of Selected Quoted Companies in Nigeria, British Journal of Economics, Finance and Management Sciences, Vol. 1, No. 2, PP. 11-29.

<sup>2</sup> Saluja, P., Kumar, P., 2012, Liquidity and Profitability Trade Off: A Study on Airtel Bharti Limited, International Journal of Advanced Research in Management and Social Sciences, Vol. 1, No. 3, PP. 77-84.

- دراسة (Simranjeet Kaur and Silky, 2013) بعنوان "دراسة عن السيولة والربحية لبعض شركات الإسمنت الهندية: نهج نمذجة الانحدار"<sup>3</sup>. هدفت الدراسة إلى الكشف عن العلاقة بين السيولة والربحية في إطار تحليل إدارة رأس المال العامل. شملت عينة البحث شركات الإسمنت الهندية المدرجة في بورصة (NSE) كلاً؛ وذلك خلال المدة الممتدة بين 2008-2012. قيسَت السيولة من خلال نسبة السيولة، ونسبة النقدية، ومعدّل دوران النقدية، ونسبة الأصول المتداولة إلى مجموع الأصول، ونسبة الخصوم المتداولة إلى مجموع الأصول، ومعدّل دوران المخزون، وقيست الربحية من خلال معدّل العائد على الأصول، معدّل العائد على الاستثمار، معدّل العائد على حقوق الملكية. أظهرت نتائج الدراسة أنّ مؤشرات السيولة المذكورة ترتبط بعلاقة عكسية بمعدّل العائد على الاستثمار وبمعدّل العائد على الأصول، في حين ترتبط هذه المؤشرات بمعدّل العائد على حقوق الملكية بعلاقة طردية. كما بيّنت الدراسة أنّ ليس لهذه المؤشرات تأثير ذو دلالة معنوية في الربحية باستثناء نسبة الأصول المتداولة إلى مجموع الأصول التي ظهر تأثيرها معنوياً في معدّل العائد على الأصول.

- دراسة (Gulia, 2014) بعنوان "آثار إدارة رأس المال العامل في أرباح الشركات - أدلة من قطاع الصناعات الدوائية"<sup>4</sup>. سعت الدراسة إلى تحقيق أهداف عدّة أهمّها تحديد العلاقة بين السيولة وربحية الشركات. شملت عينة البحث ستّ شركات أدوية؛ وذلك خلال المدة الممتدة بين 2009-2013. عُدّت نسبة كلّ من الأرباح بعد الضرائب والأرباح النقدية إلى صافي الأصول الملموسة للتعبير عن ربحية الشركات عينة البحث، واعتمِدَ على النسب الآتية لقياس السيولة: نسبة السيولة، ونسبة السيولة السريعة، ونسبة

<sup>3</sup> Simranjeet Kaur, S, Silky, J, 2013, A Study on Liquidity and Profitability of Selected Indian Cement Companies : A Regression Modeling Approach, International Journal of Economics, Commerce and Management, Vol. I, Iss. 1, PP. 1-24.

<sup>4</sup> Gulia, R, 2014, Effects of Working Capital Management on Firms Profits- Evidence from the Pharmaceutical Sector, International Journal of Management and Social Sciences Research, Vol.3, No.1, PP. 103-107.

الديون إلى حقوق المساهمين، وإجمالي المطالبين طويلة الأجل إلى صافي الأصول الملموسة، وإجمالي المطالبين قصيرة الأجل إلى صافي الأصول الملموسة. بيّنت نتائج الدراسة أنّ نسبة كلّ من السيولة والسيولة السريعة يرتبطان بعلاقة طردية غير معنوية بنسبة الأرباح بعد الضرائب إلى صافي الأصول الملموسة، في حين ترتبط بقية مؤشرات السيولة المدروسة بعلاقة عكسية بنسبة الأرباح بعد الضرائب إلى صافي الأصول الملموسة ما عدا نسبة صافي المطالبين قصيرة الأجل إلى صافي الأصول الملموسة. كما بيّنت نتائج الدراسة أنّ العلاقة بين نسبة السيولة السريعة ونسبة الأرباح النقدية إلى صافي الأصول الملموسة طردية ولكن غير معنوية، أما بقية مؤشرات السيولة المدروسة فهي ترتبط بعلاقة عكسية معنوية بنسبة الأرباح النقدية إلى صافي الأصول الملموسة ما عدا نسبة السيولة.

- دراسة (Akter and Mahmud, 2014) بعنوان "علاقة السيولة بالربحية في الصناعة المصرفية في بنغلاديش"<sup>5</sup>. هدفت الدراسة إلى الكشف عن العلاقة بين السيولة والربحية في قطاع الصناعة المصرفية في بنغلادش. شملت عينة البحث اثني عشر مصرفاً (مصارف حكومية، إسلامية، متعددة الجنسيات، تجارية خاصة)، وذلك للفترة الممتدة بين 2006-2011. استُخدم معدّل العائد على الأصول لقياس الربحية، ونسبة السيولة لقياس السيولة. أظهرت النتائج عدم وجود علاقة معنوية بين السيولة والربحية بالنسبة للمصارف المدروسة كلّها، وأنّ سيولة هذه المصارف لا تؤثر في ربحيتها بشكلٍ معنوي. بيّنت النتائج أيضاً أنّ سيولة المصارف الحكومية متغيرةً بينما سيولة بقية المصارف ثابتة، أمّا الربحية فقد بدت متقلّبةً بالنسبة للمصارف كلّها، وهذه النتيجة تعزز النتيجة الأولى التي بيّنت عدم وجود علاقة تأثير معنوية بين السيولة والربحية.

<sup>5</sup> Akter, A, Mahmud, K, 2014, Liquidity-Profitability Relationship in Bangladesh Banking Industry, International Journal of Empirical Finance, Vol. 2, No. 4, PP.143-151.

- دراسة باشيخ (2005) بعنوان "العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وأسعار الأسهم"<sup>6</sup>. هدفت الدراسة إلى معرفة العلاقة بين المتغيرات المحاسبية الشائعة الاستخدام من جهةٍ والسعر السوقي لأسهم الشركات من جهةٍ أخرى. شملت عينة البحث الشركات المساهمة في أربعة قطاعاتٍ (الإسمنت، البنوك، والصناعة، والخدمات) المدرجة في سوق الأسهم السعودي، وذلك خلال المدّة بين 1999-2003. درس الباحث مجموعة من المتغيرات كالقيمة الدفترية للسهم في نهاية السنة، وربح السهم، وحصة السهم من الأرباح الموزعة، والعائد على حقوق الملكية. بيّنت النتائج وجود علاقةٍ عكسيةٍ بين معدّل العائد على حقوق الملكية والسعر السوقيّ للسهم في بعض القطاعات المدروسة (الإسمنت والبنوك)، وقد فسّر الباحث هذه النتيجة غير المنطقية كون العائد على حقوق الملكية يعتمد على مقارنة العائد المحسوب بالأسعار الجارية للسنة الحالية بقيمة حقوق المساهمين المحسوبة بالأسعار التاريخية، فضلاً عن أنّ هذا العائد يعبر عن المدة الحالية، في حين يُؤخذ السعر السوقي للسهم في نهاية المدّة، الأمر الذي يجعل المستثمرين لا يعتمدون على معدّل العائد على حقوق الملكية في قراراتهم المتعلقة بالاستثمار في الأسهم من وجهة نظر الباحث.

- دراسة الخدّاش والعبادي (2005) بعنوان "علاقة كل من العائد المحاسبي والتدفقات النقدية إلى حقوق المساهمين بالقيمة السوقية للسهم"<sup>7</sup>. هدفت الدراسة إلى تحديد العلاقة بين كلّ من نسبة العائد المحاسبي إلى حقوق الملكية، ونسبة صافي التدفق النقديّ التشغيليّ إلى حقوق الملكية من جهةٍ، والسعر السوقي للسهم من جهةٍ أخرى، ومن ثمّ معرفة المتغير الذي يؤثر أكثر في القيمة السوقية للسهم. شملت عينة الدراسة سنّاً وعشرين شركةً صناعيةً مساهمةً مدرجةً في سوق عمان للأوراق المالية،

<sup>6</sup> باشيخ، عبد اللطيف بن محمد عبد الرحمن، 2005، العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وأسعار الأسهم، مجلة جامعة الملك بن عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، مجلد 19، عدد 2، الصفحات 171-185.

<sup>7</sup> الخدّاش، حسام الدين، العبّادي، محمد عيسى، 2005، علاقة كل من العائد المحاسبي والتدفقات النقدية إلى حقوق المساهمين بالقيمة السوقية للسهم، دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 32، العدد 1، الصفحات 141-153.

وذلك خلال المدة الممتدة بين 1993-2002. بيّنت النتائج أنّ كلاً من نسبة العائد المحاسبي إلى حقوق الملكية، ونسبة صافي التدفق النقديّ التشغيليّ إلى حقوق الملكية يرتبطان بعلاقة طردية معنوية بالسعر السوقي للسهم، إلا أنّ نسبة صافي التدفق النقديّ التشغيليّ إلى حقوق الملكية تتمتع بقدرة تفسيرية أكبر لتغيرات أسعار السهم مقارنةً بنسبة العائد المحاسبي إلى حقوق الملكية.

- دراسة (Chen and Chen, 2011) بعنوان "تأثير الربحية في قيمة الشركة مع هيكل رأس المال كوسيط وحجم الشركة والصناعة كمعدّل"<sup>8</sup>. هدفت الدراسة إلى معرفة أثر الربحية في القيمة السوقية للشركة؛ وذلك من خلال الرافعة المالية التي عدت كمتغيّر وسيط. شملت عينة البحث 647 شركةً صناعيةً مدرجةً في السوق التايوانية للأوراق المالية، وذلك خلال المدة الممتدة بين 2005-2009. استُخدم معدّل العائد على الأصول كمقياس للربحية، والسعر السوقي للسهم كمقياس للقيمة السوقية للشركات، أمّا بالنسبة إلى الرافعة المالية فقد قيست من خلال نسبة المطلوبات إلى رأس المال. بيّنت نتائج الدراسة أنّ للربحية تأثيراً إيجابياً معنوياً في القيمة السوقية للشركات وتأثيراً سلبياً معنوياً في الرافعة المالية التي تؤثر تأثيراً سلبياً ومعنوياً في القيمة السوقية لهذه الشركات، ومن ثمّ فإنّ المستثمرين الذين ينظرون إلى الأثر الإيجابي للربحية في القيمة السوقية لا يمكنهم تجاهل الأثر السلبي للرافعة المالية في هذه القيمة، إذ إنّ ارتفاع نسبة الديون قد يلغي الأثر الإيجابي للربحية في القيمة السوقية.

- دراسة (Bolek and Wolski, 2012) بعنوان "الربحية أو السيولة: التأثير في القيمة السوقية، حالة بولندا"<sup>9</sup>. هدفت الدراسة إلى تحديد علاقة كلٍّ من السيولة والربحية

<sup>8</sup> Chen, L.J, Chen, S.Y, 2011, The influence of profitability on firm value with capital structure as the mediator and firm size and industry as moderators, Investment Management and Financial Innovations, Vol.8, Iss. 3, PP.121-129.

<sup>9</sup> Bolek, M, Wolski, R, 2012, Profitability or Liquidity: Influencing the Market Value, The Case of Poland, International Journal of Economics and Finance, Vol. 4, No. 9, PP. 182-190.

بالقيمة السوقية للشركة، ومعرفة أيهما أكثر أهمية بالنسبة إلى المستثمرين. شملت عينة البحث 696 شركةً بولندية مدرجةً في سوق وارسو للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين 2009-2000. ولقياس السيولة استخدم الباحثان النسب الآتية: السيولة، والسيولة السريعة، والسيولة السريعة جداً، ومدّة التحول النقديّ، أمّا لقياس الربحية فقد استخدمنا النسب الآتية: معدّل العائد على الأصول، معدّل العائد على حقوق الملكية، والقيمة الاقتصادية المضافة. بيّنت نتائج الدراسة أنّ المستثمرين البولنديين ينظرون إلى الربحية أكثر من السيولة في تقييم الشركات المدرجة في سوق وارسو للأوراق المالية، وأنّ العلاقة بين القيمة السوقية للشركات والربحية كانت موجبةً دوماً، ولكن العلاقة بين السيولة والقيمة السوقية كانت سالبةً مع وجود استثناء: نسبة السيولة السريعة كانت مرتبطة بعلاقة موجبة مع القيمة السوقية ولكن لم تكن العلاقة ذات دلالة إحصائية.

- دراسة (Pouraghajan and Emamgholipourarchi, 2012) بعنوان "أثر إدارة رأس المال العامل في الربحية وتقييم السوق: أدلة من بورصة طهران"<sup>10</sup>. هدفت الدراسة إلى معرفة أثر إدارة رأس المال العامل في الربحية والقيمة السوقية للشركات. شملت عينة البحث ثمانين شركةً مدرجةً في سوق طهران للأوراق المالية؛ وذلك خلال المدّة الممتدة بين 2006-2010. استخدم الباحثان معدّل العائد على الأصول ومعدّل العائد على رأس المال المستثمر لقياس الربحية، ونسبة Tobin'q لقياس القيمة السوقية للشركات عينة البحث، أمّا بالنسبة إلى رأس المال العامل فقد درسنا المتغيرات الآتية: دورة التحول النقديّ، نسبة السيولة، ونسبة الأصول المتداولة إلى مجموع الأصول، نسبة الخصوم المتداولة إلى مجموع الأصول، ونسبة إجمالي الدين إلى إجمالي الأصول. أشارت نتائج البحث إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين إدارة رأس المال العامل والربحية، وعدم وجود مثل هذه العلاقة بين إدارة رأس المال العامل والقيمة السوقية

<sup>10</sup> Pouraghajan, A, Emamgholipourarchi, M, 2012, Impact of Working Capital Management on Profitability and Market Evaluation: Evidence from Tehran Stock Exchange, International Journal of Business and Social Science Vol. 3, No. 10, PP. 311-318.

للشركات المدروسة، كما بيّنت النتائج أنه بإمكان هذه الشركات زيادة ربحيتها من خلال الحدّ من دورة التحول النقديّ، ومن نسبة إجمالي الدين إلى إجمالي الأصول.

- دراسة الظاهر والفقهاء (2011) بعنوان "العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المُدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"<sup>11</sup>. هدفت الدراسة إلى تعرّف تأثير عددٍ من المتغيرات المالية والمحاسبية في أسعار أسهم الشركات، شملت عينة البحث الشركات الصناعية الفلسطينية المساهمة العامة المُدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية البالغ عددها عشر شركات؛ وذلك خلال المدّة الممتدة بين 2004-2008. درس الباحثان عواملَ عدة مؤثرة في أسعار أسهم الشركات من بينها العائد على حقوق الملكية، العائد على إجمالي الأصول، ونسبة التداول. بيّنت نتائج الدراسة وجود علاقةٍ طرديةٍ غير معنويةٍ بين العائد على حقوق الملكية وسعر السهم، وعلاقةٍ طرديةٍ معنويةٍ بين السيولة وسعر السهم، وأشار الباحثان هنا إلى أنّ ذلك يمكن أن يعود إلى كون الشركات ذات المراكز المالية القوية تتمتع بثقة أكبر عند المستثمرين، ومن ثمّ الأثر الإيجابي في سعر السهم. أمّا بالنسبة إلى معدّل العائد على الأصول فقد أظهرت النتائج ارتباطه بعلاقةٍ طرديةٍ معنويةٍ بالسعر السوقي للسهم.

نستنتج مما سبق أن نتائج الدراسات السابقة لم تتفق على طبيعة العلاقة بين متغيرات البحث، إذ بيّنت بعض هذه الدراسات أنّ العلاقة بين السيولة والربحية عكسيةً إلا أنّ هذه العلاقة كانت طرديةً في دراساتٍ أخرى. كما بيّنت بعض هذه الدراسات أنّ العلاقة بين السيولة والربحية تتقلب بين طرديةٍ وعكسيةٍ، أو عدم وجود علاقةٍ؛ وذلك باختلاف مؤشرات السيولة والربحية المدروسة. ويمكننا أن نستنتج الشيء نفسه بالنسبة إلى علاقة السيولة بالقيمة السوقية للشركة. أمّا بالنسبة إلى علاقة الربحية بالقيمة

<sup>11</sup> الظاهر، مفيد عبد الله، الفقهاء، سام عبد القادر، 2011، العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المُدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية: دراسة تطبيقية للمدة ما بين 2004-2008م، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 26 صفحة.

السوقية للشركة فأغلب الدراسات أشارت إلى علاقةٍ إيجابيةٍ بين هذين المتغيرين. نستنتج أيضاً أنّ أغلب الدراسات السابقة اعتمدت في قياس السيولة والربحية على مؤشراتٍ تُحسبُ انطلاقاً من القوائم المالية التي تُعدُّ على أساس الاستحقاق. ومن ثمّ فإنّ ما يميز هذا البحث عن الدراسات السابقة هو اعتماده في قياس السيولة والربحية على مؤشراتٍ إضافيةٍ تُحسبُ انطلاقاً من قائمة التدفقات النقدية التي تعبّر تعبيراً دقيقاً عن المركز المالي للشركة، كما يتميز هذا البحث بافتراض الربحية كمتغيرٍ وسيطٍ بين السيولة والقيمة السوقية للشركات، الأمر الذي لم يكن محطّ اهتمام الدراسات السابقة بشكلٍ مباشرٍ.

## 2- مشكلة البحث:

تُعدُّ السيولة والربحية والقيمة السوقية للشركة أهدافاً عليا في الشركات، ولكن المشكلة تكمن في طبيعة شبكة العلاقات الرابطة بين هذه المتغيرات وعدم وضوحها \_ في كثيرٍ من الأحيان \_ بالنسبة إلى متخذي القرارات الاستثمارية، الأمر الذي يخلق قراراتٍ استثماريةٍ غير رشيدةٍ لا تصبُّ في مصلحة الشركة لاسيّما خلال الأمد الطويل. ومن ثمّ فإنّ مشكلة هذا البحث تنبع من عدم وضوح العلاقة بين السيولة والقيمة السوقية للشركة نتيجة قلة البحوث التي تناولت هذه العلاقة من جهةٍ وتضارب نتائج هذه البحوث القليلة من جهةٍ أخرى بشكلٍ جعل إمكانية الإفادة منها محدودةً بالنسبة إلى الجهات صاحبة المصلحة بالشركة كلّها. كما تشمل مشكلة البحث علاقة الربحية بكلّ من السيولة والقيمة السوقية للشركة ودورها الوسيط المحتمل الذي يمكن أن يزيد من وضوح العلاقات الرابطة بين هذه المتغيرات الثلاثة.

يمكننا إذاً التعبير عن مشكلة البحث بالسؤالين الرئيسيين الآتيين:

- هل تؤثر السيولة تأثيراً مباشراً في القيمة السوقية للشركة؟ وما اتجاه هذا التأثير وما مداه؟
- هل تؤدي الربحية دور الوسيط بين السيولة والقيمة السوقية للشركة؟ فإذا كان الجواب بالإيجاب، فإنه يمكن أن نصيغ السؤالين الفرعيين الآتيين:

- هل تؤثر السيولة في الربحية؟ وما اتجاه هذا التأثير وما مداه؟
- هل تؤثر الربحية في القيمة السوقية للشركة؟ وما اتجاه هذا التأثير وما مداه؟

### 3- أهداف البحث:

هدف الباحث الإجابة عن تساؤلات مشكلة البحث، ومن ثمَّ فإنَّ الهدف من هذا البحث التحديد الدقيق لطبيعة العلاقات الرابطة بين السيولة والربحية والقيمة السوقية للشركة، ومعرفة هل تؤثر السيولة تأثيراً مباشراً في القيمة السوقية للشركة، أم أنها بحاجة للربحية كوسيطٍ لممارسة هذا التأثير، أم أنَّ السيولة يمكن أن تمارس تأثيرها في القيمة السوقية للشركة تأثيراً مباشراً وغير مباشراً عبر الربحية في آنٍ واحدٍ.

### 4- أهمية البحث:

أفرز تطور النظرية المالية التحول من هدف تعظيم الربحية إلى هدف تعظيم القيمة السوقية للشركة، الأمر الذي وجَّه الباحثين الماليين للقيام بمزيدٍ من البحوث الهادفة إلى تحديد العوامل المؤثرة في القيمة السوقية، إلا أنَّ هذه البحوث أفضت إلى نتائج لم تكن واضحةً دوماً، لا بل كانت متناقضةً في أحيانٍ كثيرةٍ، هذا فضلاً عن تركُّز البحوث على عوامل محددة كالربحية والرافعة المالية، والهيكل التمويلي على حساب عوامل أخرى كالسيولة، ومن ثمَّ فإنَّ الأهمية العلمية لهذا البحث تتمثل بتوسيع دائرة الاهتمام بالعوامل المؤثرة بالقيمة السوقية والمساهمة في تحديد طبيعة العلاقة التي تربط السيولة بالقيمة السوقية للشركة. أمَّا بشأن الأهمية العملية للبحث فهي تتمثل بالفائدة المحتملة لنتائج هذا البحث التي يمكن أن يفيد منها مديرو الشركات عامةً ومديرو الشركات الصناعية خاصةً، إذ إنَّ القيام بمزيدٍ من الأبحاث بشأن السيولة وعلاقتها بالقيمة السوقية والوصول إلى نتائج علمية في ميادين شتى يمكن أن يشكِّل دليلاً عملياً يُمكن المديريين من إدارة سيولتهم بالشكل الذي يُعظِّم من القيمة السوقية لشركاتهم.

**5- فرضيات البحث:**

سعى هذا البحث إلى اختبار الفرضيتين الرئيسيتين الآتيتين:

- الفرضية (1): تؤثر السيولة تأثيراً مباشراً ذا دلالة معنوية في القيمة السوقية للشركة.  
 الفرضية (2): تؤدي الربحية دور المتغير الوسيط بين السيولة والقيمة السوقية للشركة.  
 ويتفرع عن هذه الفرضية الفرضيتان الفرعيتان الآتيتان:  
 الفرضية (2-1): تؤثر السيولة تأثيراً ذا دلالة معنوية في الربحية.  
 الفرضية (2-2): تؤثر الربحية تأثيراً ذا دلالة معنوية بالقيمة السوقية للشركة.

**6- فلسفة البحث ومنهجيته:**

أشارت الدراسات السابقة إلى أن العلاقة بين متغيرات البحث (السيولة، والربحية، والقيمة السوقية للشركة) تمثل ظاهرة قائمة، إلا أن نتائج هذه الدراسات كانت مختلفة للغاية لا بل متناقضة في كثير من الأحيان، ومن ثم فإن هذا البحث ينطلق من الفلسفة الوضعية الملائمة لدراسة المشكلات ذات العلاقات الجدلية. كما يعتمد البحث على الأسلوب المنهجي الاستنتاجي ما دام البحث يهدف إلى اختبار طبيعة علاقة قائمة وليس اكتشافها. أما المنهجية فهي كمية تناسب المشكلة المطروحة لاسيما ما يتعلق بتحديد طبيعة التأثير واتجاهاته ومداه.

**7- مجتمع البحث وعينته:**

يتمثل مجتمع البحث بشركات صناعة الملابس والجلود والنسيج المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية جميعها وعددها ست شركات. أما عينة البحث فهي عينة غير عشوائية (قصدية) تشمل أربع شركات: شركة مجموعة العصر للاستثمار المساهمة العامة المحدودة (CEIG)، شركة الزي لصناعة الألبسة الجاهزة المساهمة العامة المحدودة (ELZA)، وشركة مصانع الأجواخ الأردنية المساهمة العامة المحدودة (JOWM)، شركة الصناعات الصوفية المساهمة العامة المحدودة (WOOL)، أي بنسبة تمثيل (67%). اختيرت هذه الشركات على أساس توافر البيانات اللازمة لإجراء

البحث، كما تشمل الدراسة المدة الزمنية الممتدة بين الربع الأول لعام 2000 والربع الرابع لعام 2016. أما البيانات التي اعتمدنا عليها في التحليل الاحصائي، فقد تم الحصول عليها من القوائم المالية للشركات المدروسة (قائمة المركز المالي، وقائمة الدخل، وقائمة التدفقات النقدية) المنشورة على موقع سوق عمان لأوراق المالية (<https://www.ase.com.jo/ar>)، فضلاً عن بيانات أخرى منشورة على هذا الموقع كالسعر السوقي للسهم في كل مدة من مدد الدراسة.

### ثانياً: الإطار النظري للبحث:

#### 1- السيولة وأهميتها في الشركة:

لا يمكن لأي شركة البقاء في السوق والإفادة من الفرص الاستثمارية من دون النقد، الأمر الذي يتطلب محافظة الشركة على مستوى معين من السيولة.<sup>12</sup> وتعني السيولة بمعناها العام مدى توافر أصول سريعة التحويل إلى نقد - دون خسارة في قيمتها - تمكن الشركة من مواجهة التزاماتها المستحقة في مواعيدها دون تأخير.<sup>13</sup> ومن ثم فإن السيولة تتوقف على عاملين هما: المدة اللازمة لتحويل الأصول إلى نقد، والتكلفة المترتبة على هذا التحويل.<sup>14</sup>

تمثل إذاً السيولة عاملاً مهماً بالنسبة إلى الشركة، إذ يرى بعض المفكرين<sup>15</sup> أنها أهم من الربحية، باعتبار أن الشركات ذات الربحية الضعيفة أو غير الربحية يمكن أن تؤدي دوراً اقتصادياً أهم من الدور الذي يمكن أن تؤديه الشركات التي ليس لديها سيولة، وهذا يعني أن الشركة من دون سيولة لا يمكنها أن تؤدي أي دور اقتصادي. ولكن السؤال الذي يطرح دوماً يتعلق بمستوى السيولة الواجب الاحتفاظ بها، بمعنى ما مستوى السيولة التي يجب على الشركة الاحتفاظ به؟ وللإجابة عن هذا السؤال يُشير كبار المختصين

<sup>12</sup> Simranjeet Kaur, S, Silky, J, 2013, *Op-Cit*, p.7.

<sup>13</sup> سلطان ، محمد سعيد، 2005، إدارة البنوك، جامعة الإسكندرية : دار الجامعة الجديدة، مصر، ص131.

<sup>14</sup> Hutin, H, 1998, *La Gestion financière, les éditions d'organisation*, Paris.

<sup>15</sup> *Op.cit*, p.182.

في العلوم المالية<sup>16</sup> إلى أنَّ السيولة الزائدة عن الحاجة تؤدي إلى زيادة التكاليف لأنَّه يمكن توظيف فائض الأموال المستثمرة في الأصول المتداولة في مجالاتٍ أخرى تدرُّ للشركة دخلاً أعلى، بالمقابل سيقود نقص السيولة إلى مزيدٍ من القروض قصيرة الأجل أو بيع بعض الأصول قسرياً، وهذا يعني أيضاً زيادة التكاليف، ومن ثمَّ فإنَّ الشركة يجب أن تحتفظ بالحدِّ الأمثل للسيولة الذي يتناسب وحاجاتها.

ولكن ذلك لا يعدُّ قاعدةً عامةً، فارتفاع سيولة الشركة قد ينتج عن انخفاض الخصوم المتداولة، وهذا يعني وجود إدارةٍ حكيمةٍ استطاعت أن تتجنب تكاليف القروض المصرفية، أو أنَّها تتبع استراتيجية الحصول على الخصومات النقدية من خلال السداد النقدي للموردين. كما أنَّ متطلبات السيولة تختلف تبعاً لطبيعة أنشطة الشركة، ومن ثمَّ لا يوجد قاعدةٌ محددةٌ تسمح لنا بتحديد المستوى الأمثل للسيولة بالشكل الذي يضمن استمرارية التأثير الإيجابي للسيولة في الربحية.<sup>17</sup>

إنَّ التقييم السليم لمستوى السيولة في الشركة يعتمد على التحليل الساكن والتحليل الديناميكي. يقوم التحليل الساكن على النسب المالية التقليدية التي تُحسب من قائمة المركز المالي للشركة، أمَّا التحليل الديناميكي فيعتمد على التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، ومن ثمَّ فإنَّ التحليل الديناميكي يبيِّن لنا فاعلية الشركة في توليد النقد.<sup>18</sup>

<sup>16</sup> Ross, S, Westerfield, R, Jordan, B, 2000, Fundamentals of Corporate finance, 9th ed. McGraw-Hill

<sup>17</sup> Owolabi, S.A, Obida, S.S, 2012. Liquidity Management and Corporate Profitability: Case Study of Selected Manufacturing Companies Listed on the Nigerian Stock Exchange, Business Management Dynamics, Vol.2, No.2, PP.10-25.

<sup>18</sup> Uyar, A, 2009, The Relationship of Cash Conversion Cycle with Firm Size and Profitability: An Empirical Investigation in Turkey, International Research Journal of Finance and Economics, NO. 24, PP. 186-193.

## 2- القيمة السوقية للشركة كهدف استراتيجي:

تسعى الشركات كلها إلى تعظيم أرباحها، إذ تعدّ الأرباح مصدراً من مصادر التمويل الذاتي ومؤشراً هاماً لتقييم أداء الشركة،<sup>19</sup> ولكن هدف تعظيم الأرباح قاصرٌ وغير شاملٍ، إذ بإمكان الشركة زيادة أرباحها بصورةٍ غير عاديةٍ في فترةٍ ما مع عدم قدرتها على تحقيق أرباحٍ مستقبليةٍ بصورةٍ منتظمةٍ. فضلاً عن العديد من الانتقادات التي وُجّهت إلى هدف تعظيم الربحية، نذكر أهمّها: إنّه هدفٌ قصير الأجل، ويتجاهل مخاطر الاستثمار والقيمة الزمنية للنقود.<sup>20</sup>

انطلاقاً من ذلك، لم يعدّ تعظيم الربحية الهدف النهائي للشركة مع أهميته، وإنما أصبح تعظيم القيمة مع ظهور النظرية المالية الحديثة الهدف الاستراتيجي للشركة، إذ باتت أغلب القرارات المالية تُبنى على أساس هذه القيمة نتيجة انعكاساتها البالغة الأهمية بالنسبة إلى أصحاب المصلحة جميعهم، وقد تطور الأمر إلى أن أصبحت اليوم القيمة والشركة (أو المؤسسة) مفهومين متلازمين ومقترنين ببعضهما بعضاً.<sup>21</sup>

ويُقصد أحياناً بقيمة الشركة القيمة السوقية للشركة التي تتوقف على السعر السوقي لأسهمها المتداولة، ومن ثمّ فإنّ القيمة السوقية للشركة تساوي جداء عدد أسهمها المتداولة بسعر السوق الجاري للسهم الواحد، إذ إنّ سعر السوق الجاري تحدده آليات الطلب والعرض، ويعكس هذا السعر تقييم الرأي العام للسهم، وأداء الشركة صاحبة السهم.<sup>22</sup>

<sup>19</sup> الشميخي، حمزة، الجزراوي، ابراهيم، 1998، الإدارة المالية الحديثة: منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات، دار الصفاء للطباعة والنشر، عمان، ص24.

<sup>20</sup> حنفي، عبد الغفار، 2002، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، ص18.

<sup>21</sup> دادن، عبد الغني، 2006، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 4، الصفحات 41-48.

<sup>22</sup> Rose, P, Hudging, S.C, 2005, Bank Management & Financial Services", 6th Ed., Mc Graw-Hill, New York.

وفي هذا الإطار تسعى الشركات جاهدةً إلى تعظيم قيمتها السوقية، إذ يمكن الوصول إلى هذا الهدف من خلال تعظيم القيمة السوقية لأسهمها (MVA)<sup>23</sup>، وهذا الأمر يقتضي من الشركة اتخاذ إجراءاتٍ فعّالةٍ لتحقيق هذا الهدف بدلاً من الاكتفاء بهدف تعظيم الربحية الذي يعتمد اعتماداً أساسياً على الأداء التشغيلي للشركة. وانطلاقاً من ذلك يمكننا القول إنّ تعظيم القيمة السوقية للشركة استراتيجيةٌ مثلى بالنسبة إلى استراتيجية تعظيم الربحية<sup>24</sup>، التي يمكن اعتبارها هدفاً مرحلياً لتحقيق تعظيم القيمة السوقية للشركة كهدفٍ استراتيجيٍّ، ومن ثمّ يمكن لهدف تعظيم الربحية أن يكون جزءاً من الاستراتيجية العامة لتعظيم القيمة السوقية للشركة.

فالمساهم لا يهتم فقط بحجم الأرباح التي تتحقق على الأمد القصير (هدف تعظيم الأرباح)، وإنما يهتم أيضاً بالأرباح التي تتحقق على الأمد الطويل وتوزيع هذه الأرباح بشكلٍ منتظمٍ (هدف تعظيم القيمة السوقية)، إذ إنّ استراتيجية تعظيم القيمة تأخذ بالحسبان أنّ المساهمين يعطون أهميةً خاصةً للتوزيعات النقدية المنتظمة بغض النظر عن حجمها، ومن ثمّ تأثير ذلك في القيمة السوقية للسهم.<sup>25</sup>

### 3- جدلية العلاقة بين السيولة والقيمة السوقية للشركة والدور المحتمل للربحية في هذه العلاقة:

يمكن أن يؤدي ارتفاع السيولة إلى زيادة صافي رأس المال العامل ومن ثمّ زيادة تكلفة رأس المال، الأمر الذي ينجم عنه انخفاض كلٍّ من القيمة الاقتصادية المضافة ومعدّل العائد على حقوق الملكية. ينظر المستثمرون في هذه الحالة إلى ارتفاع السيولة كمؤشرٍ سلبيٍّ يؤدي إلى انخفاض السعر السوقي لأسهم الشركة، بالمقابل يعطي ارتفاع السيولة الشركة مرونةً أكبر في الإنتاج والمبيعات من حيث إمكانية إعطاء مدةٍ أطول

<sup>23</sup> دان، عبد الغني، بن الضب، علي، 2012، تقييم المؤسسات من منظور نظرية الخيارات: نموذج Black Scholes 1973، مجلة أبحاث اقتصادية، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 11، الصفحات 316-329.

<sup>24</sup> حنفي، عبد الغفار، مرجع سبق ذكره، ص19.

<sup>25</sup> حنفي، عبد الغفار، قرياقص، رسمية، 2000، أسواق المال: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية شركات تأمين شركات استثمار، الدار الجامعية، الاسكندرية.

للمدنيين لسداد التزاماتهم اتجاه الشركة، ومن ثمّ مزيد من القدرة التنافسية والدخول الإضافية، ينظر المستثمرون في هذه الحالة إلى ارتفاع السيولة كمؤشرٍ إيجابيٍّ يؤدي إلى ارتفاع السعر السوقي لأسهم الشركة.<sup>26</sup>

يرى بعض الباحثين<sup>27</sup> أن السيولة والربحية تؤثران في الوضع المالي للشركة، ولكن مع أولوية نسب السيولة التي يهتم بها أصحاب المصلحة كافةً، فالموردون يتحققون من سيولة الشركة قبل بيعها بضائع بالأجل، والموظفون يهتمون بالسيولة لمعرفة هل الشركة قادرة على الوفاء بالتزاماتها اتجاههم بالنسبة إلى الرواتب والتعويضات والتقاعد... الخ، كما يبيّن هؤلاء الباحثون ضرورة أن تحتفظ كل شركة بالسيولة الكافية لها باعتبار أنّ السيولة تؤثر في الأرباح التي يُوزع جزءٌ منها على المساهمين. هذا ونظراً إلى أنّ السيولة يمكن أن تؤثر تأثيراً إيجابياً في الأرباح<sup>28</sup>، فإن تأثير السيولة في القيمة السوقية للشركة يبدو واضحاً كون زيادة الأرباح يمكن أن تؤدي إلى زيادة الأرباح الموزعة على المساهمين، ومن ثمّ زيادة القيمة السوقية للشركة.<sup>29</sup> كما أكدت بعض البحوث<sup>30</sup> علاقة إيجابية بين السيولة والأداء مقيساً بنسبة Tobin'q- التي تُعدّ من أهمّ مقاييس القيمة السوقية للشركة- وعلى علاقة إيجابية بين السيولة والربحية.

يمكننا القول إذاً مع اختلاف الآراء: إنّ السيولة يمكن أن تؤثر إيجاباً بشكلٍ مباشر في القيمة السوقية للشركة، ويمكنها أيضاً أن تؤثر إيجاباً في القيمة السوقية للشركة بشكلٍ غير مباشر من خلال تأثيرها الإيجابي في الربحية، ومن ثمّ فإنّ الربحية يمكن أن

<sup>26</sup> Bolek, M, Wolski, R, 2012, *Op-Cit*, p.182.

<sup>27</sup> Saleem, Q, Ur Rehman, R, 2011, Impacts of liquidity ratios on profitability: Case of oil and gas companies of Pakistan, *Interdisciplinary Journal of Research in Business*, Vol. 1, Iss. 7, PP.95-98.

<sup>28</sup> Stephan, A, Tsapin, A, 2009, Persistence and Determinants of Firm Profit in Emerging Markets, DIW Berlin Discussion Paper No. 848.

<sup>29</sup> Yang, C.C, Lee, C.F, Gu, Y.X, Lee, Y.W, 2010, Co-determination of capital structure and stock returns – A LISREL approach: An empirical test of Taiwan stock market, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 50, Iss. 2, PP. 222-233.

<sup>30</sup> Fang, V, Noe, T, Tice, S, 2009, Stock market liquidity and firm value, *Journal of Financial Economics*, Vol. 94, PP.150 – 169.

تؤدي دور المتغير الوسيط بين السيولة والقيمة السوقية للشركة، الأمر الذي جرى التحقق منه من خلال الجانب العملي لهذا البحث.

### ثالثاً: الإطار العملي للبحث:

#### 1- متغيرات البحث ومقاييسها:

يقوم هذا البحث على دراسة أربعة أنواع رئيسية من المتغيرات: متغير مستقل: السيولة؛ متغير وسيط: الربحية؛ متغير تحكم: الرافعة المالية وحجم الشركة؛ متغير تابع: القيمة السوقية للشركة. ولقياس هذه المتغيرات لم نكتفِ فقط بالمشورات التي تعتمد على قائمة المركز المالي وقائمة الدخل، بل اعتمدنا أيضاً على قائمة التدفقات النقدية التي تعكس حقيقة المركز النقدي للشركة، ومن ثمَّ كانت مقاييس المتغيرات المستخدمة على الشكل الآتي:

الجدول (1): قياس متغيرات البحث<sup>31</sup>

نوع المتغير	اسم المتغير	المقياس	الرمز	حساب المقياس
مستقل	(Li) السيولة	نسبة التداول	Cr	الأصول المتداولة/الخصوم المتداولة
		نسبة السيولة السريعة	Qr	الأصول المتداولة - المخزون/الخصوم المتداولة
		نسبة التغطية النقدية للتدفقات النقدية الخارجة	Ncfco	صافي التدفق النقدي التشغيلي/التدفقات النقدية الخارجة من عمليات الاستثمار والتمويل
		نسبة التغطية النقدية للالتزامات المتداولة	Ncfcl	صافي التدفق النقدي التشغيلي/ الخصوم المتداولة
		معدّل دوران المخزون	ITR	تكلفة المبيعات/متوسط المخزون

<sup>31</sup> تم الاعتماد في حساب هذه المؤشرات على المراجع الآتية:

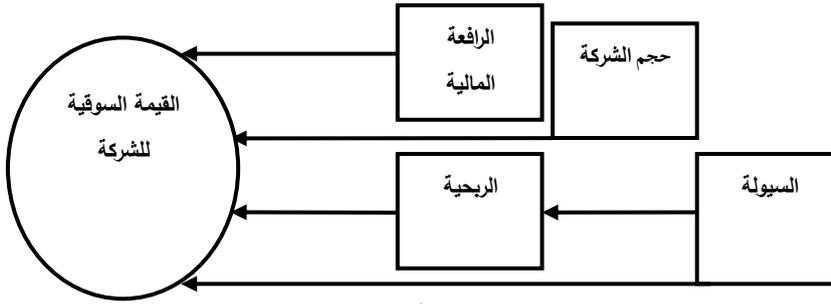
Chung, H, Pruitt, W, 1994, A Simple Approximation of Tobin's q, Financial Management, Vol. 23, No. 3, PP. 70-74.

Zygmunt, J, 2013, Does liquidity impact on profitability?, A case of polish listed IT companies, Conference of Informatics and Management Sciences, March, 25. - 29. 2013, PP. 247-251.

صافي التدفق النقدي التشغيلي/صافي الدخل	Ncfni	مؤشر النقدية التشغيلية	الربحية (Pr)	وسيط
صافي التدفق النقدي التشغيلي/صافي المبيعات	Ncfns	نسبة التدفق النقدي التشغيلي		
صافي الربح بعد الضرائب والفوائد/مجموع الأصول	ROA	معدل العائد على الأصول		
صافي الربح بعد الضرائب والفوائد/مجموع حقوق الملكية	ROE	معدل العائد على حقوق الملكية		
مجموع المطلوبات/مجموع حقوق الملكية	FI	نسبة المطلوبات لحقوق الملكية	الرافعة المالية (Fi)	تحكم
اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	S	إجمالي الأصول	حجم الشركة (S)	
$Aproximate Q = \frac{MVE+PS+DEBT}{TA}$				
MVE: حاصل ضرب سعر السهم في نهاية المدة بعدد الأسهم العادية المكتتب بها. PS: القيمة النقدية للأسهم الممتازة للشركة. DEBT: المطلوبات قصيرة الأجل - الموجودات قصيرة الأجل + القيمة الدفترية للديون طويلة الأجل. TA: القيمة الدفترية لإجمالي موجودات الشركة.	Q	نسبة Tobin'q	القيمة السوقية للشركة (Mv)	تابع

المصدر: من إعداد الباحث يمكننا التعبير عن العلاقات المفترضة بين متغيرات البحث

بالشكل الآتي:



الشكل (1): العلاقة بين متغيرات البحث

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقاً من العلاقات المفترضة لمتغيرات البحث.

## 2- سيولة الشركات عينة البحث:

يُظهر الجدول (2) المتوسطات الحسابية لمقاييس السيولة الخمسة المدروسة خلال الفترة 2000-2016، حيث تتمتع شركة CEIG بنسبة تداولٍ تُبيّن أنّ موجوداتها المتداولة أكبر من مطالبها المتداولة ( $Cr=1.877858$ )، ولم يكن الانخفاض في هذه النسبة كبيراً على الرغم من استثناء المخزون من مجموع الموجودات المتداولة ( $Qr=1.818289$ ). كما أنّ متوسط صافي التدفق النقديّ التشغيليّ الذي حققته الشركة خلال المدّة المدروسة يفوق متوسط التدفقات النقدية الخارجة من عمليات الاستثمار والتمويل خلال المدّة ذاتها، وهذا يشير إلى جودة سيولة الشركة ( $Ncfco=1.305329$ )، وذلك على الرغم من أنّ متوسط صافي التدفق النقديّ التشغيليّ الذي حققته الشركة لا يغطي مجموع التزاماتها قصيرة الأجل ( $Ncfcl=0.140179$ ). ومعدّل دوران المخزون المرتفع ( $ITR=22.74634$ ) يؤكد بدوره قدرة الشركة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل انطلاقاً من موجوداتها المتداولة.

الجدول (2): المتوسط الحسابي لسيولة الشركات عينة البحث خلال الفترة 2000-2016

مقياس السيولة					الشركة
ITR	Ncfcl	Ncfco	Qr	Cr	
22.74634	0.140179	1.305329	1.818289	1.877858	CEIG
1.998668	0.001106	-0.07974	0.741014	1.437747	ELZA
2.054601	1.959867	1.073165	0.790531	8.620024	JOWM
1.431593	0.922492	-2.46897	7.117443	21.44886	WOOL

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث

لا تتمتع شركة ELZA حسب الجدول (2) بمستوى السيولة الذي تميزت به شركة CEIG، فمع أنّ متوسط موجوداتها المتداولة يفوق متوسط خصومها المتداولة خلال المدة المدروسة (Cr=1.437747)، إلا أنّ هذه النسبة انخفضت كثيراً حين استثنينا قيمة المخزون من مجموع الموجودات المتداولة (Qr=0.741014). كما يمكن أن ندرك مستوى السيولة غير المطمئن للشركة حين ننظر إلى متوسط نسبة صافي التدفق النقدي التشغيلي الذي حققته الشركة خلال المدة المدروسة إلى التدفقات النقدية الخارجة من عمليات الاستثمار والتمويل خلال الفترة ذاتها، ولاسيما أنّ مجموع صافي التدفقات النقدية التي حققته الشركة خلال الفترة كان سالباً (Ncfco=-0.07974)، ومن ثمّ لم تكن هذه التدفقات كافية لتغطية مجموع التزامات الشركة قصيرة الأجل (Ncfcl=0.001106)، حتى أنّ معدّل دوران المخزون (ITR=1.998668) بدا ضعيفاً جداً عند مقارنته بنظيره في شركة CEIG.

تبدو سيولة شركة JOWN حسب الجدول (2) أفضل حالاً من سيولة شركة ELZA بالنسبة إلى مؤشرات السيولة المدروسة كلّها، وأفضل من سيولة شركة CEIG بالنسبة لبعض هذه المؤشرات، إذ أظهر متوسط نسبة التداول فيها خلال المدة المدروسة أنّ الشركة قادرة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل من موجوداتها المتداولة (Cr=8.620024). ورغم انخفاض نسبة التداول السريعة انخفاضاً كبيراً مقارنةً بنسبة التداول (Qr=0.790531) التي أدت إلى معدّل دوران مخزونٍ منخفضٍ نسبياً (ITR=2.054601)، إلا أنّ الشركة حققت متوسط صافي تدفقٍ نقديّ تشغيليٍّ خلال المدة المدروسة مكنها من تغطية متوسط تدفقاتها النقدية الخارجة من عمليات الاستثمار والتمويل خلال المدة ذاتها (Ncfco=1.073165)، وكذلك تغطية التزاماتها قصيرة الأجل (Ncfcl=1.959867).

وأخيراً بالنسبة إلى شركة WOOL، فإذا ما استثنينا معدّل دوران الأصول ( $ITR=1.431593$ )، تبدو سيولة هذه الشركة أفضل من سيولة الشركات الثلاث الأخرى المدروسة من حيث نسب السيولة المحاسبية، حيث ( $Cr=21.44886$ )؛ ( $Qr=7.117443$ ). ولكن الأمر مختلفٌ بالنسبة إلى نسب السيولة القائمة على أساس التدفق النقديّ، نظراً إلى أنّ متوسط نسبة صافي التدفق النقديّ التشغيليّ الذي حققته الشركة خلال المدة المدروسة إلى التدفقات النقدية الخارجة من عمليات الاستثمار والتمويل خلال المدة ذاتها ( $Ncfco=-2.46897$ ) كان سالباً، والتدفقات النقدية التشغيلية لم تكن كافيةً لسداد التزامات الشركة قصيرة الأجل ( $Ncfcl=0.922492$ ).

### 3- ربحية الشركات عينة البحث:

يُظهر الجدول (3) المتوسطات الحسابية لمقاييس الربحية الأربعة المدروسة للفترة 2000-2016، حيث تحقق شركة CEIG بالمتوسط صافي تدفق نقديّ تشغيلي يتجاوز ثلث صافي مبيعاتها ( $Ncfns=0.371831$ )، ويقارب نصف صافي دخلها ( $Ncfni=0.49717$ ). كما تحصل الشركة وسطياً على ثمانين وحدة نقدية تقريباً مقابل كل مئة وحدة نقدية مستثمرة من مجموع أصولها ( $ROA=0.079455$ )، وقد تضاعف هذا المعدل حينما أخذنا بالحسبان الأموال المستثمرة من المساهمين فقط ( $ROE=0.159009$ )، ومن ثمّ يمكن عدّ الشركة رابحةً وفق هذه المعايير خلال المدة المدروسة.

الجدول (3): المتوسط الحسابي لربحية الشركات عينة البحث خلال المدة 2000-2016

مقياس الربحية				الشركة
ROE	ROA	Ncfns	Ncfni	
0.159009	0.079455	0.371831	0.49717	CEIG
0.047244	0.020326	-0.0052	-0.20955	ELZA
0.135588	0.054051	0.474034	0.497472	JOWM
-0.00948	-0.00491	-0.14824	-0.130532	WOOL

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث.

لا تتمتع شركة ELZA حسب الجدول (3) بمستوى الربحية الذي تميزت به شركة CEIG، فهي لا تحصل وسطياً على أكثر من وحدتين نقديتين مقابل كل مئة وحدة نقدية مستثمرة من مجموع أصولها ( $ROA=0.020326$ )، ومع استثنائنا لمجموع الخصوم والإبقاء فقط على حقوق الملكية إلا أن ربحية الشركة بقيت ضعيفة مقارنة بشركة CEIG ( $ROE=0.047244$ )، ويزداد الأمر سوءاً حين ننظر إلى متوسط نسبة صافي التدفق النقدي التشغيلي الذي حققته الشركة خلال المدة المدروسة سواءً إلى صافي المبيعات ( $Ncfns=-0.0052$ ) أم إلى صافي الدخل ( $Ncfni=-0.20955$ ) خلال المدة ذاتها.

تبدو ربحية شركة JOWN حسب الجدول المذكور أعلاه أفضل حالاً من ربحية شركة ELZA بالنسبة إلى مؤشرات الربحية المدروسة كلها، وأفضل من ربحية شركة CEIG حسب متوسط نسب صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى صافي المبيعات ( $Ncfns=0.474034$ ) وإلى صافي الدخل ( $Ncfni=0.497472$ )، إلا أن ربحية شركة CEIG أفضل بالنسبة إلى بقية مؤشرات الربحية المدروسة، فمعدل العائد على الأصول في شركة JOWN لم يتجاوز 68% من مثيله بالنسبة إلى شركة CEIG ( $ROA =0.054051$ )، ومعدل العائد على حقوق الملكية فيها لم يتخط 85% من نظيره في شركة CEIG ( $ROE=0.135588$ ).

وأخيراً بالنسبة إلى شركة WOOL، فهي شركة خاسرة خلال المدة المدروسة حسب متوسط العائد على الأصول ( $ROA=-0.00491$ ) وكذلك معدل العائد على حقوق الملكية ( $ROE=-0.00948$ )، إلا أن الأمر الأشد خطورةً بالنسبة إلى الشركة هو كون متوسط كل من نسبة صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى صافي المبيعات ( $Ncfns=-0.14824$ ) وإلى صافي الدخل ( $Ncfni=-0.130532$ ) سالبين.

## 4- القيمة السوقية للشركات عينة البحث:

تُبيّن النتائج المُدرجة في الجدول (4) أنّ الشركات المدروسة جميعها لا تتمتع بقيمة سوقية جيدة نظراً إلى أنّ متوسط نسبة Tobin'q للمدة المدروسة 2000-2016 أصغر من الواحد الصحيح. ولكن وبشكل مفاجئ تبدو القيمة السوقية لشركة WOOL هي الفضلى مقارنةً ببقية الشركات المدروسة ( $Q=0.805769$ )، إذ إنّ هذه الشركة، كما رأينا سابقاً خاسرةً حسب مؤشرات الربحية المدروسة، كما أنّ متوسط صافي تدفقها النقديّ التشغيليّ كان سالباً، وهذا ما يدفعنا للتساؤل: هل كان امتلاك هذه الشركة لنسبة تداولٍ ونسبة تداولٍ سريعةٍ مرتفعتين نسبياً مقارنةً ببقية الشركات المدروسة هو السبب المفسّر لذلك؟

الجدول (4): المتوسط الحسابي للقيمة السوقية للشركات عينة البحث خلال المدة 2000-2016

الشركة				البيان
WOOL	JOWM	ELZA	CEIG	
0.805769	0.630946	0.335457	0.649902	القيمة السوقية

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات القوائم المالية والبيانات الأخرى المنشورة في سوق عمان للأوراق المالية عن الشركات عينة البحث.

أمّا بالنسبة إلى شركة ELZA فقيمتها السوقية على نقيض شركة WOOL هي الأدنى مقارنةً ببقية الشركات المدروسة ( $Q=0.335457$ )، ولكن لا يبدو الأمر مفاجئاً نظراً إلى أنّ متوسط تدفقها النقديّ التشغيليّ كان سالباً من جهةٍ ومستويات ربحيتها وسيولتها كانت ضعيفةً من جهةٍ أخرى - كما رأينا سابقاً -.

وأخيراً نجد أنّ شركتي CEIG و JOWN تتشابهان من حيث قيمتهما السوقية مع أنّ القيمة السوقية لشركة CEIG ( $Q=0.649902$ ) أكبر بقليلٍ من القيمة السوقية لشركة JOWN ( $Q=0.630946$ )، وذلك على الرغم أنّ متوسط نسبة التداول ومتوسط نسبة التداول السريعة؛ وكذلك متوسط نسبة صافي التدفق النقديّ التشغيليّ للمبيعات ولصافي الدخل لشركة JOWN أكبر مقارنةً بشركة CEIG كما لاحظنا سابقاً.

يتضح من التحليل الوصفي السابق للشركات عينة البحث أن العلاقة بين المتغيرات المدروسة ليست واضحة كفاية، لا بل إنها تعكس تناقضاً أحياناً، ولاسيما إذا ما أردنا تفسير تغيرات القيمة السوقية للشركات المدروسة من خلال مؤشرات الربحية والسيولة. كما أن الأمر يزداد تعقيداً إذا ما أردنا الاستعانة بمتغيرات التحكم المدروسة (انظر الجدول (5))، إذ أن شركة WOOL هي الأصغر حجماً ( $S=14.00805$ ) إلا أن قيمتها السوقية كما رأينا سابقاً هي العليا مقارنةً ببقية الشركات المدروسة. وشركتا CEIG و ELZA اللتان تمتلكان قيمةً سوقيةً مختلفةً تتشابهان في الحجم، إذ حجمهما على التوالي: ( $S=16.16393$ )؛ ( $S=16.79239$ ) وشركة JOWN الأكبر حجماً ( $S=18.09877$ ) لم تحظ بالقيمة السوقية العليا.

الجدول (5): المتوسط الحسابي للرافعة المالية وحجم الشركات عينة البحث خلال المدة المدروسة

2000-2016

الشركة				البيان
WOOL	JOWN	ELZA	CEIG	الرافعة المالية (FI)
0.310776	1.012255	1.149808	0.72803	(S)
14.00805	18.09877	16.79239	16.16393	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث.

الأمر نفسه نجده إذا ما أردنا تفسير تغيرات القيمة السوقية من خلال الرافعة المالية، فإذا كانت الرافعة المالية الأدنى لشركة WOOL ( $FI=0.310776$ ) تفسر قيمتها السوقية العليا والرافعة المالية العليا لشركة ELZA ( $FI=1.149808$ ) تفسر قيمتها السوقية الدنيا، فكيف يمكن أن نفسر تشابه القيمة السوقية لشركتي CEIG و JOWN اللتين تختلفان بوضوح من حيث درجة الرافعة المالية، إذ بلغ متوسط رافعتيها المالية على التوالي: ( $FI=0.72803$ )؛ ( $FI=1.012255$ ). الأمر الذي يتطلب من القيام بتحليل إحصائي أشد عمقاً لا يقتصر على وصف علاقة كل من المتغيرات المدروسة بالقيمة السوقية للشركة، بل يتعدى ذلك ليأخذ بالحسبان تأثير أكثر من متغير واحد من جهة والتفاعلات التي تظهر بين المتغيرات من جهة أخرى، وذلك بهدف تفسير جملة التناقضات والعلاقات غير الواضحة التي ظهرت بين المتغيرات المدروسة.

## 5- التحليل الاحصائي واختبار فرضيات البحث:

يتميز تحليل الانحدار المتعدد (Multiple Regression) بإتاحة الفرصة لدراسة الأثر التي تمارسه مجموعة متغيرات مستقلة في متغير تابع في آنٍ واحدٍ، وهذا يعني ضمناً الأخذ بالحسبان ليس فقط أثر المتغيرات المستقلة مجتمعةً وإنما أيضاً التفاعلات القائمة بين هذه المتغيرات (Interactions). كما يسمح هذا التحليل بضبط أثر متغيرات التحكم (Control Variables) أو ما يسمى بالمتغيرات الخارجية (External Variables) للوصول إلى صافي تغيّر المتغير التابع الناتج عن تغيّر المتغيرات المستقلة سواءً كان أثر المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع مباشراً، أو من خلال متغيرات وسيطة. ولكن لاستخدام تحليل الانحدار المتعدد شروطاً أهمها:

- التوزيع الطبيعي (Normal Distribution) لبيانات متغيرات البحث، وللتحقق من هذا الشرط، أجرينا اختبار One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test، حيث بيّنت النتائج -كما هو مبينٌ في الجدول (6)- أن بيانات المتغيرات المدروسة تخضع جميعها للتوزيع الطبيعي كون مستوى معنوية Kolmogorov-Smirnov Z لهذه المتغيرات أكبر من 0.05، وهذه النتيجة تبرّر الاختبارات المعلمية المستخدمة في هذا البحث.

الجدول(6): One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	Q	Cr	Qr	Ncfco	Ncfcl	ITR	Ncfni	Ncfns	ROA	ROE	FI	S	
N	68	68	68	68	68	68	68	68	68	68	68	68	
Normal Para. <sup>a,b</sup>	Mean	2.19559	8.3461	2.6168	-1.058	.7559	2.2437	.22890	1.9748	.0372	.67132	.80021	16.2582
	Std. De	6.22229	3.5786	1.0477	6.2644	2.103	1.0341	2.3508	1.5110	.0879	4.9199	1.9687	1.53381
M.E.Dif.	absolute	.469	.412	.412	.535	.304	.527	.183	.442	.138	.480	.344	.142
	Positive	.469	.406	.409	.432	.304	.527	.161	.442	.112	.480	.278	.133
	negative	-.367	-.412	-.412	-.535	-.240	-.414	-.183	-.426	-.138	-.415	-.344	-.142
K-Smirnov Z	3.869	3.397	3.398	4.414	2.506	4.344	1.512	3.642	1.139	3.956	2.837	1.173	
As. Sig. (2-tailed)	.072	.161	.087	.058	.234	.143	.061	.178	.149	.152	.193	.128	

a. Test distribution is Normal. b. Calculated from data.

المصدر: مخرجات برنامج SPSS بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث

- غياب ظاهرة الخطية المتعددة (Multicollinearity)، تمّ التحقق من هذا الشرط من خلال اختبار Pearson Correlation، إذ أشارت نتائج هذا الاختبار المبيّنة في الجدول (7) إلى أنّ المتغيرات المدروسة ترتبط ارتباطاً معنوياً بالمتغير التابع، ولا يوجد ارتباط كبير بين مقاييس السيولة (المتغير المستقل) باستثناء المقاييس (Cr, Qr, Ncfcl)، إذ قمنا بدمج هذه المقاييس الثلاثة بمقياس واحد سميناه نسبة التداول المعدلة (Crm)، وبذلك تصيح ظاهرة الخطية المتعددة غائبة.

الجدول(7): Pearson Correlation

	Q	Cr	Qr	Ncfco	Ncfcl	ITR	Ncfni	Ncfns	ROA	ROE	FI
Q	1										
Cr	.507**										
Qr	.444**	.990**									
Ncfco	.293*	.025	-.003-								
Ncfcl	.624**	.809**	.753**	.091							
ITR	-.270*-	-.041-	-.019-	.037	-.022-						
Ncfni	.284*	-.031-	-.030-	.024	.083	.113					
Ncfns	-.310*-	.003	.009	.043	.091	.000	.159				
ROA	-.290*-	-.153-	-.145-	-.002-	-.112-	.033	.070	-.027-			
ROE	.484**	.041	-.026-	.022	.190	-.027-	.100	.001	.021		
FI	.415**	-.002-	-.059-	.056	.180	-.044-	.108	-.001-	.006	.095	
S	-.444**	-.123-	-.207-	.220	.144	-.041-	.019	.012	.233	.160	.160

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed) and \* . Correlation is significant at the 0.05 level.

المصدر: مخرجات برنامج SPSS بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث

- عدم الارتباط الذاتي للأخطاء العشوائية (Autocorrelation)، تمّ التحقق من هذا الشرط بالاعتماد على اختبار Durbin-Watson، إذ كانت قيمة هذا المقياس تساوي 2.205 كما هو مبين في الجدول (14)، وهذا يشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية لأنّ هذه القيمة أكبر من 1.65.<sup>32</sup>

<sup>32</sup> Evrard, Y, Pras, B, Roux E, 2003, Market, études et recherches en marketing, 3<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris.

ولاختبار العلاقة بين متغيرات البحث ومن ثم فرضياته، استخدمنا نماذج الانحدار المتعدد الآتية وفق طريقة<sup>33</sup> Baron and Kenny:

**النموذج الأول:** يختبر هذا النموذج الأثر المباشر للمتغير المستقل في المتغير التابع مع ضبط متغيرات التحكم، إذ كانت مخرجات برنامج SPSS بالشكل الآتي:

**الجدول (8): Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.656 <sup>a</sup>	.431	.385	4.881275363

a. Predictors: (Constant), S, ITR, Crm, FI, Ncfco. b. Dependent Variable: Q

المصدر: مخرجات برنامج SPSS بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث

تشير النتائج وفق الجدول (8) إلى أن معامل الارتباط (R) بين المتغير المستقل ومتغيرات التحكم من جهة، والمتغير التابع من جهة أخرى يساوي 0.656، أما معامل التحديد ( $R^2$ ) فقد بلغت قيمته 0.431، في حين بلغت قيمة معامل التحديد المصحح ( $R^2_{adj}$ ) الذي يأخذ بالحسبان عدد المتغيرات المدروسة 0.385، وهذا يعني أن 38.5% من تغير القيمة السوقية للشركات (Q) عينة البحث يعود إلى تأثير مؤشرات السيولة المدروسة (Crm, Ncfco, ITR)، وإلى تأثير متغيرات التحكم التي ضُبطت (FI, S).

أما بالنسبة إلى القوة التفسيرية لنموذج تحليل الانحدار المتعدد، تبين نتائج تحليل التباين (ANOVA) الواردة في الجدول (9) أن قيمة F تساوي 9.374 عند درجة معنوية مرتفعة جداً ( $P=0.000$ )، وهذا يعني وجود قوة تفسيرية عالية لهذا النموذج.

**الجدول (9): ANOVA<sup>b</sup>**

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	1116.772	5	223.354	9.374	.000 <sup>a</sup>
Residual	1477.256	62	23.827		
Total	2594.037	67			

a. Predictors: (Constant), S, ITR, Crm, FI, Ncfco. b. Dependent Variable: Q

المصدر: مخرجات برنامج SPSS بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث

<sup>33</sup> Baron, R. M, Kenny, D. A, 1986, The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. Journal of Personality and Social Psychology, Vol., No. 6, 51, PP.1173-1182.

تبيّن أيضاً نتائج تحليل الانحدار المتعدد في الجدول (10) أنّ نسبة التداول المعدّلة (Crm) - على نقيض بقية نسب السيولة (Ncfco, ITR) - تؤثر تأثيراً دالاً معنوياً في القيمة السوقية للشركات المدروسة، إذ بلغت قيمة B غير المعيارية 0.194 وبدلالة قيم t المحسوبة (t=5.137)، وهي قيمة معنوية عند مستوى دلالة ( $\alpha \leq 0.05$ ). أمّا بالنسبة إلى متغيرات التحكم، نجد الرافعة المالية (FI) - على نقيض حجم الشركة (S) - تؤثر تأثيراً دالاً معنوياً في القيمة السوقية للشركات المدروسة، إذ بلغت قيمة B غير المعيارية 1.343 وبدلالة قيم t المحسوبة (t=4.372)، وهي قيمة معنوية عند مستوى دلالة ( $\alpha \leq 0.05$ ). وهذا يسمح لنا بتأكيد الفرضية الأساسية الأولى تأكيداً جزئياً: "تؤثر السيولة تأثيراً إيجابياً مباشراً ذا دلالة معنوية في القيمة السوقية للشركة"، وذلك لأنّ هذا التأثير كان بالنسبة إلى بعض مؤشرات السيولة المدروسة دون سواها.

الجدول (10): Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1					
(Constant)	3.918	6.843		.573	.569
Crm	.194	.038	.498	5.137	.000
Ncfco	1.1951E-5	.000	.020	.195	.846
ITR	-6.656E-7	.000	-.011	-.115	.909
FI	1.343	.307	.425	4.372	.000
S	-.216	.417	-.053	-5.19	.606

a. Dependent Variable: Q

المصدر: مخرجات برنامج SPSS بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث. انطلاقاً من النتائج السابقة يمكننا توقع القيمة السوقية للشركات عينة البحث وفق المعادلة الخطية الآتية:

$$\bar{Q} = 3.918 + 0.194Crm + 1.1951E - 5Ncfco - 6.656E - 7ITR + 1.343FI - 0.216S$$

**النموذج الثاني:** يختبر هذا النموذج أثر المتغير المستقل في المتغير الوسيط مع ضبط أثر متغيرات التحكم، إذ بيّنت مخرجات برنامج SPSS عدم معنوية أثر هذه

المتغيرات جميعها في المتغير الوسيط مقيساً بـ: ROA, Ncfns, Ncfni. أمّا بالنسبة إلى أثر هذه المتغيرات في المتغير الوسيط مقيساً بـ (ROE)، فكانت النتائج على الشكل الآتي:

الجدول (11): Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.958 <sup>a</sup>	.917	.911	1.470682243

a. Predictors: (Constant), S, ITR, Crm, FI, Ncfco

المصدر: مخرجات برنامج SPSS بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث.

تشير النتائج وفق الجدول (11) إلى أنّ معامل الارتباط (R) بين المتغير المستقل ومتغيرات التحكم من جهة، والمتغير الوسيط مقيساً بـ (ROE) من جهةٍ أخرى يساوي 0.958، أمّا معامل التحديد ( $R^2$ ) فقد بلغت قيمته 0.917، في حين بلغت قيمة معامل التحديد المصحح ( $R^2_{adj}$ ) الذي يأخذ بالحسبان عدد المتغيرات المدروسة 0.911؛ وهذا يعني أنّ 91.1% من تغير معدّل العائد على حقوق الملكية (ROE) يعود إلى تأثير مؤشرات السيولة المدروسة (ITR, Ncfco, Crm)، وإلى تأثير متغيرات التحكم التي ضُبِطت (S, FI).

أمّا بالنسبة إلى القوة التفسيرية لنموذج تحليل الانحدار المتعدد، تبين نتائج تحليل التباين (ANOVA) الواردة في الجدول (12) أن قيمة  $F$  تساوي 137.566 عند درجة معنوية مرتفعة جداً ( $P=0.000$ )؛ وهذا يعني وجود قوة تفسيرية عالية لهذا النموذج.

الجدول (12): ANOVA<sup>b</sup>

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	1487.708	5	297.542	137.566	.000 <sup>a</sup>
Residual	134.100	62	2.163		
Total	1621.809	67			

a. Predictors: (Constant), S, ITR, Crm, FI, Ncfco. b. Dependent Variable: ROE

المصدر: مخرجات برنامج SPSS بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث.

تبين أيضاً نتائج تحليل الانحدار المتعدد في الجدول (13) أنّ نسبة التداول المعدلة (Crm) - على نقيض بقية نسب السيولة (Ncfco, ITR) - تؤثر تأثيراً دالاً معنوياً في

ربحية الشركات المدروسة مقيسةً بمعَدَل العائد على حقوق الملكية (ROE)، إذ بلغت قيمة B غير المعيارية 0.077 وبدلالة قيم t المحسوبة (t=1.292)، وهي قيمةٌ معنويةٌ عند مستوى دلالةٍ (α ≤ 0.05). أمَّا بالنسبة لمنحنيات التحكم، فنجد الرافعة المالية (FI) -على نقيض حجم الشركة (S)- تؤثر بشكلٍ دالٍّ معنويًا في ربحية الشركات المدروسة مقاسةً بمعَدَل العائد على حقوق الملكية (ROE)، إذ بلغت قيمة B غير المعيارية 2.324 وبدلالة قيم t المحسوبة (t=25.791)؛ وهي قيمةٌ معنويةٌ عند مستوى دلالةٍ (α ≤ 0.05). هذا يسمح لنا بتأكيد صحة الفرضية الفرعية (1-2): "تؤثر السيولة تأثيراً إيجابياً ذا دلالةٍ معنويةٍ في الربحية"، جزئياً وذلك نظراً إلى أن هذا التأثير كان بالنسبة إلى بعض مؤشرات السيولة وبعض مؤشرات الربحية المدروسة دون سواها.

الجدول (13): Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1	-2.744	2.062		-1.331	.188
(Constant)	.077	.011	.048	1.292	.001
Crms	-3.276E-	.000	-.042	-1.086	.282
Ncfco	5	.000	.019	.530	.598
ITR	9.245E-7	.093	.955	25.791	.000
FI	2.324	.126	.027	.681	.498
S	.086				

a. Dependent Variable: ROE

المصدر: مخرجات برنامج SPSS بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث.

انطلاقاً من النتائج السابقة يمكننا توقع ربحية الشركات عينة البحث مُقاسةً بمعَدَل

العائد على حقوق الملكية (ROE) وفق المعادلة الخطية الآتية:

$$\widehat{ROE} = -2.744 + 0.077Crms - 3.276E - 5Ncfco + 9.245E - 7ITR + 2.324FI + 0.086S$$

**النموذج الثالث:** يختبر هذا النموذج أثر المتغير المستقل والوسيط معاً في المتغير

التابع مع ضبط أثر متغيرات التحكم، إذ بيّنت مخرجات برنامج SPSS تبعاً للجدول

(14) أن معامل الارتباط (R) بين المتغير المستقل والوسيط ومتغيرات التحكم من جهة،

والمتغير التابع (Q) من جهةٍ أخرى يساوي 0.713، أمّا معامل التحديد ( $R^2$ ) فقد بلغت قيمته 0.508، في حين بلغت قيمة معامل التحديد المصحّح ( $R^2_{adj}$ ) الذي يأخذ بالحسبان عدد المتغيرات المدروسة 0.432 وهذا يعني أن 43.2% من تغيّر القيمة السوقية (Q) تفسره السيولة والربحية ومتغيرات التحكم التي ضُبِطَتْ (FI, S).

الجدول (14): Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.713 <sup>a</sup>	.508	.432	4.689762152	2.205

a. Predictors: (Constant), ROE, Ncfns, ITR, ROA, Ncfco, Crm, Ncfni, S, FI.

b. Dependent Variable: Q

المصدر: مخرجات برنامج SPSS بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث.

أمّا بالنسبة إلى القوة التفسيرية لنموذج تحليل الانحدار المتعدد، تبين نتائج تحليل التباين (ANOVA) الواردة في الجدول (15) أن قيمة F تساوي 6.660 عند درجة معنوية مرتفعة جداً ( $P=0.000$ )، وهذا يعني وجود قوة تفسيرية عالية لهذا النموذج.

الجدول (15): ANOVA<sup>b</sup>

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	1318.392	9	146.488	6.660	.000 <sup>a</sup>
Residual	1275.644	58	21.994		
Total	2594.037	67			

a. Predictors: (Constant), ROE, Ncfns, ITR, ROA, Ncfco, Crm, Ncfni, S, FI.

b. Dependent Variable: Q

المصدر: مخرجات برنامج SPSS بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث.

تبين أيضاً نتائج تحليل الانحدار المتعدد في الجدول (16) أن نسبة التداول المعدلة (Crm) - على نقيض بقية نسب السيولة (Ncfco, ITR) - تؤثر تأثيراً دالاً معنوياً في القيمة السوقية للشركات المدروسة (Q)، إذ بلغت قيمة B غير المعيارية 0.173 وبدلالة قيم t المحسوبة ( $t=4.670$ )، وهي قيمة معنوية عند مستوى دلالة ( $\alpha \leq 0.05$ ). نجد أيضاً أن مؤشرات الربحية لا تؤثر جميعها تأثيراً دالاً معنوياً في القيمة السوقية للشركات المدروسة (Q) باستثناء معدّل العائد على حقوق الملكية (ROE)، إذ بلغت قيمة B

غير المعيارية 1.067 وبدلالة قيم t المحسوبة (t=2.631)، وهي قيمة معنوية عند مستوى دلالة (α ≤ 0.05). أمّا بالنسبة إلى متغيرات التحكم، فلم تعد تؤثر في القيمة السوقية للشركات المدروسة (Q) تأثيراً دالاً معنوياً.

الجدول (16):<sup>a</sup> Coefficients

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1	5.023	6.781	.445	.741	.462
(Constant)	.173	.037	.045	4.670	.000
Crm	4.466E-5	.000	-.033	.458	.648
Ncfco	-1.1980E-6	.000	-.395	-.352	.726
ITR	-1.250	1.014	-.043	-1.233	.223
FI	-.174	.413	.093	-.422	.675
S	.245	.251	-.027	.976	.333
Ncfni	-1.130E-6	.000	-.133	-.294	.770
Ncfns	-9.445	6.812	.844	-1.387	.171
ROA	1.067	.406		2.631	.011
ROE					

a. Dependent Variable: Q

المصدر: مخرجات برنامج SPSS بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث.

انطلاقاً من النتائج السابقة يمكننا توقع القيمة السوقية للشركات عينة البحث وفق

المعادلة الخطية الآتية:

$$\bar{Q} = 5.023 + 0.173Crm - 4.466E - 5Ncfco - 1.1980E - 6ITR - 1.250FI - 0.174S + 0.245Ncfni - 1.130E - 6Ncfns - 9.445ROA + 1.067ROE$$

نستنتج مما سبق أنّ السيولة مقيسةً بنسبة التداول المعدلة (Crm) تؤثر في القيمة السوقية للشركات المدروسة (Q) - وفق النموذج الأول - تأثيراً إيجابياً مباشراً ودالاً معنوياً (B = 0.194)، كما تؤثر حسب النموذج الثاني في ربحية الشركات المدروسة مقيسةً بمعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) تأثيراً دالاً معنوياً (B=0.077)؛ وهذه الربحية بدورها تؤثر تبعاً للنموذج الثالث تأثيراً دالاً معنوياً في القيمة السوقية للشركات المدروسة (B=1.067)؛ إلا أنّ أثر السيولة في القيمة السوقية للشركات المدروسة

انخفض في النموذج الأخير بوجود الربحية مع أن تأثيرها بقي معنوياً ( $B=0.173$ )، الأمر الذي يسمح لنا بتأكيد صحة الفرضية الفرعية (2-2): "تؤثر الربحية تأثيراً إيجابياً ذا دلالة معنوية بالقيمة السوقية للشركة" بشكل جزئي باعتبار أن هذا الأثر اقتصر على بعض مؤشرات الربحية المدروسة. كما أن انخفاض قيمة تأثير السيولة مقيسةً بنسبة التداول المعدلة (Crm) في القيمة السوقية (Q) عندما أدخلنا الربحية كمتغير وسيط يمكننا حسب <sup>34</sup> Baron & Kenny (1986) من تأكيد صحة الفرضية الرئيسية الثانية: "تؤدي الربحية دور المتغير الوسيط بين السيولة والقيمة السوقية للشركة" جزئياً نظراً إلى أن علاقات التأثير اقتصر على بعض مؤشرات السيولة والربحية المدروسة دون سواها.

#### 6- نتائج البحث:

يمكننا تقسيم أهم نتائج هذا البحث إلى نتائج وصفية، وأخرى تفسيرية، فالتحليل الوصفي للشركات عينة البحث بين اختلاف سيولة هذه الشركات تبعاً لمختلف مؤشرات السيولة المدروسة، كما أن الشركات الفضلى تبعاً لمؤشرات السيولة المحاسبية لم تكن كذلك تبعاً لمؤشرات السيولة القائمة على أساس التدفق النقدي. هذا الاختلاف أظهره أيضاً التحليل الوصفي لربحية الشركات عينة البحث التي بدت مختلفة تبعاً لمؤشرات الربحية المدروسة، والشركات الفضلى ربحيةً حسب مؤشرات الربحية المعتمدة على التدفق النقدي لم تكن كذلك وفق مؤشرات الربحية المحاسبية. القيمة السوقية للشركات المدروسة بدورها لم تكن أكثر وضوحاً في التحليل الوصفي من السيولة والربحية، بحيث اقتضى الأمر القيام بتحليل انحدار متعدد لتفسير تغيراتها.

أظهر تحليل الانحدار المتعدد - عند ضبط أثر متغيرات التحكم - أن السيولة مقاسةً بنسبة التداول المعدلة تؤثر تأثيراً إيجابياً مباشراً وذا دلالة معنوية في كل من القيمة السوقية للشركات المدروسة، وربحية هذه الشركات مقاسةً بمعدل العائد على حقوق الملكية، وأن هذه الربحية تؤثر تأثيراً إيجابياً ودالاً معنوياً في القيمة السوقية للشركات

<sup>34</sup> Baron, R. M, Kenny, D. A, 1986, *op.cit.*

المدروسة، وذلك عند ضبط أثر كل من المتغيرات المستقلة ومتغيرات التحكم. ومن ثم نجد أن هذه النتائج تتسجم مع بعض نتائج الدراسات السابقة التي ذكرناها في بداية بحثنا مثل دراسة كل من (Owolabi and Others, 2011)، (Simranjeet Kaur and )، (Silky, 2013)، (Chen and Chen, 2011)، وتختلف عن نتائج بعضها مثل دراسة (Akter and Mahmud, 2014)، باشيخ (2005)، آخذين بالحسبان اختلاف المؤشرات التي اعتمد عليها لقياس المتغيرات المدروسة.

بين تحليل الانحدار المتعدد أيضاً أنّ السيولة مقياساً بنسبة التداول المعدلة تؤثر بشكل دالّ معنوياً في القيمة السوقية للشركات المدروسة، وذلك عند ضبط أثر كل من المتغير الوسيط ومتغيرات التحكم، وأنّ الربحية مقياساً بمعدل العائد على حقوق الملكية تتوسط العلاقة بين السيولة مقياساً بنسبة التداول المعدلة كمتغير مستقلّ والقيمة السوقية للشركات المدروسة كمتغير تابع. إن من شأن هذه النتيجة أن تجعل مديري الشركات يعطون اهتماماً أكبر لإدارة سيولتهم بدل النظر إليها كرأس مالٍ معطلٍ لا يدُر أيّ دخلٍ، ويحققون توازناً فعلياً بين السيولة والربحية بالشكل الذي يعظم من القيمة السوقية لشركاتهم.

#### 7- توصيات البحث:

انطلاقاً من النتائج التي تمّ التوصل إليها من واقع تحليل بيانات الشركات عينة البحث، يمكننا أن نوصي الشركات الصناعية بشكلٍ عام، والشركات عينة البحث بشكلٍ خاص بضرورة إيلاء عنايةٍ خاصةٍ بكل من السيولة والربحية، لما لذلك من آثارٍ إيجابيةٍ بالنسبة إلى القيمة السوقية للشركة، وضرورة التخلي عن فكرة التعارض بين السيولة والربحية، إذ يمكن للسيولة أن تسهم في زيادة الربحية التي بدورها يمكن أن توفر السيولة للشركة. ولكن القضية الأساسية التي يجب أن تُلَقَّ اهتمام الشركات تتعلق بالنسب الملائمة من السيولة والربحية وضرورة التعامل معها كنسبٍ متغيرةٍ تتبع الظروف التي تمرُّ بها الشركة، وكذلك الأمر بالنسبة إلى أولوية هدفَي السيولة والربحية، فهي غير ثابتةٍ وتتبع ظروف الشركة.

ويجب ألا يقف الأمر عند فكرة امتلاك مستوى معين من السيولة يؤثر إيجاباً بالقيمة السوقية للشركة تأثيراً مباشراً أو غير مباشراً من خلال الربحية، بل يجب أن يمتد الأمر إلى تحديد المستوى الأمثل من السيولة الذي من شأنه أن يعظم القيمة السوقية للشركة قدر الإمكان. وهنا يأتي دور الباحثين الماليين لمساعدة الشركات في ذلك من خلال العمل على تطوير نماذج كمية تمكّن هذه الشركات من تحديد المستوى الأمثل للسيولة، ويمكن لهؤلاء الباحثين ألا ينطلقوا من نقطة الصفر في هذه المجال وإنما من النماذج الحالية التي لم تتمكن الشركات من استخدامها كونها تقوم على افتراضات غير واقعية، تلك الافتراضات التي يمكن للباحثين تعديلها بالشكل الذي يوصلنا إلى نماذج قابلة للتطبيق على أرض الواقع.

## المراجع: References :

### المراجع العربية:

#### الكتب:

1. حنفي، عبد الغفار، قرياقص، رسمية، 2000، أسواق المال : بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية شركات تأمين شركات استثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية.
2. حنفي، عبد الغفار، 2002، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية.
3. سلطان، محمد سعيد، 2005، إدارة البنوك، جامعة الإسكندرية : دار الجامعة الجديدة، مصر .
4. الشميخي، حمزة، الجزراوي، ابراهيم، 1998، الإدارة المالية الحديثة: منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات، دار الصفاء للطباعة والنشر، عمان.

#### المجلات والدوريات:

1. باشيخ، عبد اللطيف بن محمد عبد الرحمن، 2005، العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وأسعار الأسهم، مجلة جامعة الملك بن عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، مجلد 19، عدد 2، الصفحات 171-185.
2. الخداش، حسام الدين، العبادي، محمد عيسى، 2005، علاقة كل من العائد المحاسبي والتدفقات النقدية إلى حقوق المساهمين بالقيمة السوقية للسهم، دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 32، العدد 1، الصفحات 141-153.
3. دادن، عبد الغني، 2006، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 4، الصفحات 48-41.

4. دادن، عبد الغني، بن الضب، علي، 2012، تقييم المؤسسات من منظور نظرية الخيارات: نموذج Black Scholes 1973 ، مجلة ابحاث اقتصادية، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 11، الصفحات 316-329.
5. الظاهر، مفيد عبد الله، الفقهاء، سام عبد القادر، 2011، العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية: دراسة تطبيقية للمدة بين 2004-2008، مؤتمة للبحوث والدراسات، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 26، العدد7، الصفحات 383 - 409.

#### المراجع الأجنبية:

##### Books:

1. Evrard, Y, Pras, B, Roux E, 2003, Market, études et recherches en marketing, 3<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris.
2. Hutin, H, 1998, La Gestion financière, les éditions d'organisation, Paris.
3. Rose, P, Hudging, S.C, 2005, Bank Management & Financial Services", 6th Ed., Mc Graw-Hill, New York.
4. Ross, S, Westerfield, R, Jordan, B, 2000, Fundamentals of Corporate finance, 9th ed. McGraw-Hill

##### Magazines and Working Papers:

1. Akter, A, Mahmud, K, 2014, Liquidity-Profitability Relationship in Bangladesh Banking Industry, International Journal of Empirical Finance, Vol.2, No.4, PP.143-151.
2. Baron, R. M, Kenny, D. A, 1986, The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. Journal of Personality and Social Psychology, Vol., No. 6, 51, PP.1173-1182.
3. Bolek, M, Wolski, R, 2012, Profitability or Liquidity: Influencing the Market Value, The Case of Poland, International Journal of Economics and Finance, Vol. 4, No. 9, PP. 182-190.

4. Chen, L.J, Chen, S.Y, 2011, The influence of profitability on firm value with capital structure as the mediator and firm size and industry as moderators, *Investment Management and Financial Innovations*, Vol.8, Iss. 3, PP.121-129.
5. Chung, H, Pruitt, W, 1994, A Simple Approximation of Tobin's q, *Financial Management*, Vol. 23, No. 3, PP. 70-74.
6. Fang, V, Noe, T, Tice, S, 2009, Stock market liquidity and firm value, *Journal of Financial Economics*, Vol. 94, PP.150 – 169.
7. Gulia, R, 2014, Effects of Working Capital Management on Firms Profits- Evidence from the Pharmaceutical Sector, *International Journal of Management and Social Sciences Research*, Vol.3, No.1, PP. 103-107.
8. Owolabi, S. A, Obiakor, R. T, Okwu, A. T, 2011, Investigating Liquidity-Profitability Relationship in Business Organizations: A Study of Selected Quoted Companies in Nigeria, *British Journal of Economics, Finance and Management Sciences*, Vol. 1, No. 2, PP. 11-29.
9. Owolabi, S.A, Obida, S.S, 2012. Liquidity Management and Corporate Profitability: Case Study of Selected Manufacturing Companies Listed on the Nigerian Stock Exchange, *Business Management Dynamics*, Vol.2, No.2, PP.10-25.
10. Pouraghajan, A, Emamgholipourarchi, M, 2012, Impact of Working Capital Management on Profitability and Market Evaluation: Evidence from Tehran Stock Exchange, *International Journal of Business and Social Science*, Vol.3, No.10, PP.311-318.
11. Saleem, Q, Ur Rehman, R, 2011, Impacts of liquidity ratios on profitability: Case of oil and gas companies of Pakistan, *Interdisciplinary Journal of Research in Business*, Vol. 1, Iss. 7, PP.95-98.
12. Saluja, P, Kumar, P, 2012, Liquidity and Profitability Trade Off: A Study on Airtel Bharti Limited, *International Journal of Advanced Research in Management and Social Sciences*, Vol. 1, No. 3, PP. 77-84.
13. Simranjeet Kaur, S, Silky, J, 2013, A Study on Liquidity and Profitability of Selected Indian Cement Companies : A Regression Modeling Approach, *International Journal of Economics, Commerce and Management*, Vol. I, Iss. 1, PP. 1-24.

14. Stephan, A, Tsapin, A, 2009, Persistence and Determinants of Firm Profit in Emerging Markets, DIW Berlin Discussion Paper No. 848.
15. Uyar, A, 2009, The Relationship of Cash Conversion Cycle with Firm Size and Profitability: An Empirical Investigation in Turkey, International Research Journal of Finance and Economics, NO. 24, PP. 186-193.
16. Yang, C.C, Lee, C.F, Gu, Y.X, Lee, Y.W, 2010, Co-determination of capital structure and stock returns – A LISREL approach: An empirical test of Taiwan stock market, The Quarterly Review of Economics and Finance, Vol. 50, Iss. 2, PP. 222-233.
17. Zygmunt, J, 2013, Does liquidity impact on profitability?, A case of polish listed IT companies, Conference of Informatics and Management Sciences, March, 25-29, PP. 247-251.

#### مواقع انترنت:

<https://www.ase.com.jo/ar> موقع سوق عمان للأوراق المالية:

---

تاريخ ورود البحث إلى مجلة جامعة دمشق: 2018/3/8

تاريخ قبوله للنشر: 2018/5/3

